



UNIMORE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI
MODENA E REGGIO EMILIA

Dipartimento di
Comunicazione ed Economia

Corso di Laurea Magistrale in Management e
comunicazione d'impresa

A.A. 2024/2025

Il ruolo del consulente finanziario

Relatrice: Prof.ssa Paola Vezzani

Laureando: Samuele Soverini

INDICE

Introduzione.....	4
Capitolo 1	
1.1 La definizione del ruolo del consulente finanziario.....	8
1.2 Le diverse tipologie di consulenza finanziaria.....	10
1.3 L’iscrizione all’albo dei consulenti finanziari.....	19
1.4 L’evoluzione del ruolo del consulente finanziario.....	25
Capitolo 2	
2.1 Un’introduzione all’educazione finanziaria e il conseguente affidamento alla consulenza finanziaria.....	29
2.2 Il rapporto tra consulente e cliente.....	33
2.3 La propensione per investimenti ESG.....	38
2.4 La performance degli investimenti ESG.....	43
Capitolo 3	
3.1 La normativa precedente a MiFID.....	50
3.1.1 La legge Sim del ‘91.....	51
3.1.2 La direttiva Investment Services Directive.....	54
3.1.3 Il T.U.F.....	57
3.2 La direttiva MiFID I.....	60
3.3 La direttiva MiFID II.....	63

Capitolo 4

4.1 La consulenza in Italia nell'ambito del welfare.....	66
4.1.1 La silver economy.....	70
4.2 Uno sguardo alla situazione in Europa.....	73
4.2.1 La consulenza in Francia.....	76
4.2.2 La consulenza in Spagna.....	78
4.2.3 La consulenza in Germania.....	80
Conclusioni.....	81
Bibliografia.....	85

INTRODUZIONE

Nella seguente analisi si intende sviluppare e studiare il ruolo del consulente finanziario in Italia con qualche riferimento alla situazione europea, in particolare a Francia, Spagna e Germania. Nel primo capitolo è presente un inquadramento della consulenza finanziaria con particolare attenzione all'ordinamento italiano, delineando i contorni della professione, il procedimento di iscrizione all'albo e le dinamiche evolutive che ne hanno caratterizzato lo sviluppo. L'analisi parte dalla definizione del ruolo del consulente finanziario, evidenziando come tale figura si è nel tempo evoluta da "promotore" di prodotti finanziari a "consulente olistico", capace di offrire un supporto integrato che spazia dalla pianificazione pensionistica alla gestione del debito, dall'ottimizzazione fiscale alla pianificazione patrimoniale e successoria. Inoltre, il capitolo esamina le tre tipologie di consulenza finanziaria previste dall'ordinamento italiano: i consulenti finanziari indipendenti (fee-only), remunerati esclusivamente dal cliente e operanti in assenza di conflitti di interesse; i consulenti abilitati all'offerta fuori sede, compensati tramite provvigioni; e le società di consulenza finanziaria, persone giuridiche soggette a specifici requisiti patrimoniali e di onorabilità. Viene quindi analizzato il sistema di iscrizione all'Albo unico dei consulenti finanziari, gestito dall'OCF. Sulla base dei dati della relazione annuale 2024, si illustrano le dinamiche di iscrizione e cancellazione nelle tre sezioni, nonché le caratteristiche sociodemografiche dei candidati, con particolare riferimento all'età e al titolo di studio. Infine, il capitolo esamina l'evoluzione della professione in Italia, richiamando il rapporto Assoreti-Teha Group, che traccia il percorso dal modello commerciale degli anni Novanta all'attuale approccio olistico e integrato. Vengono evidenziati le principali tendenze demografiche: il progressivo ricambio generazionale, con un aumento degli under 30, e la crescente attrattività della consulenza verso i giovani, in un contesto caratterizzato da una clientela senior che detiene la maggior parte del patrimonio finanziario, ponendo il settore di fronte alla sfida del trasferimento generazionale.

Nel secondo capitolo si discute il rapporto tra educazione finanziaria, consulenza finanziaria e le dinamiche che caratterizzano le scelte di investimento dei risparmiatori, sempre con particolare attenzione al contesto italiano. L'analisi comincia dal concetto di educazione finanziaria, evidenziando come essa non si limiti a un insieme di nozioni teoriche, ma si estenda ai comportamenti concreti e alla capacità di assumere decisioni orientate al lungo periodo. In questo contesto, emerge il posizionamento dell'Italia, collocata agli ultimi posti tra i paesi OCSE e addirittura al penultimo nel G20, e l'importanza di sviluppare iniziative volte a colmare tale divario, anche in considerazione della crescente complessità degli strumenti finanziari,

della trasformazione del sistema di welfare e dell'aumento della vita media della popolazione. Viene inoltre discusso il dibattito in corso sull'effettiva efficacia dei programmi di alfabetizzazione finanziaria, con particolare attenzione alla distinzione tra conoscenze teoriche e competenze applicative, nonché al ruolo che la consulenza può svolgere come supporto o come sostituto delle capacità individuali.

Successivamente, si propone il rapporto tra consulente e cliente, evidenziando come la fiducia e la dimensione umana rappresentino elementi fondamentali nella relazione di consulenza. Sulla base di recenti indagini, si rileva come i risparmiatori attribuiscono un valore che va oltre la mera performance finanziaria, ricercando nel consulente un interlocutore capace di comprendere i propri obiettivi e di offrire un supporto personalizzato. Vengono analizzati i fattori che influenzano la definizione del profilo finanziario del cliente, con particolare riferimento all'orizzonte temporale e alla tolleranza al rischio e alle distorsioni cognitive, che possono condizionare le scelte di investimento. Tra queste, si approfondiscono le euristiche decisionali, come l'ancoraggio, la familiarità e la contabilità mentale, evidenziando come meccanismi psicologici quali l'impazienza e l'avversione alle perdite possano compromettere il raggiungimento degli obiettivi finanziari di lungo periodo.

Il capitolo si sofferma, infine, sul tema della finanza sostenibile e sugli investimenti ESG (Environmental, Social, Governance). Viene analizzato il ruolo del consulente finanziario nell'accompagnare le imprese nella transizione verso un'economia più sostenibile, anche alla luce del nuovo quadro normativo europeo. Particolare attenzione è dedicata alla performance degli investimenti ESG, alle strategie di selezione degli asset e alle implicazioni delle esclusioni settoriali, evidenziando come tali scelte possano influenzare i risultati di portafoglio. Attraverso l'analisi di casi emblematici, come l'andamento del settore dell'energia pulita o le esclusioni del comparto della difesa, si mostra come gli investimenti sostenibili siano esposti a fattori geopolitici, macroeconomici e normativi che ne determinano le oscillazioni di performance. In conclusione, si evidenzia come l'approccio agli investimenti ESG sia destinato a evolversi parallelamente ai mutamenti del consenso sociale e delle priorità collettive, e come la valutazione della loro performance richieda un'attenta analisi, superando logiche meramente restrittive a favore di una comprensione più articolata delle opportunità generate dalla transizione sostenibile.

Nel terzo capitolo viene ricostruito il percorso evolutivo della disciplina della consulenza finanziaria, con riferimento all'ordinamento italiano e al contesto europeo, al fine di offrire un quadro sistematico delle principali tappe normative che ne hanno delineato l'attuale configurazione. L'analisi si sviluppa lungo un arco temporale che, a partire dalla legge SIM n.

1/1991, attraverso le successive fasi di liberalizzazione e regolamentazione, fino all'approdo alla disciplina attualmente vigente, segnata dall'attuazione delle direttive MiFID.

Il capitolo parte dall'esame della normativa antecedente all'introduzione della MiFID, soffermandosi sulla legge SIM del 1991, che per la prima volta riservava l'esercizio della consulenza finanziaria a soggetti autorizzati, quali le SIM e gli intermediari creditizi. Viene quindi analizzata la successiva fase di liberalizzazione determinata dal recepimento della Investment Services Directive (ISD) con il Decreto Eurosim del 1996, che ricondusse la consulenza alla categoria dei servizi accessori, sottraendola al regime di riserva e consentendone l'esercizio in assenza di specifici vincoli autorizzativi. Tale impostazione venne confermata dal Testo Unico della Finanza (T.U.F.) del 1998, il quale, pur riordinando organicamente la disciplina dei mercati finanziari, non introdusse significative innovazioni in materia di consulenza, lasciando alla Consob il compito di definire, attraverso comunicazioni e orientamenti interpretativi, i tratti caratterizzanti del servizio.

Successivamente, il capitolo esamina l'impatto della direttiva MiFID I (2004/39/CE), che ha rappresentato un punto di svolta nella regolamentazione dei servizi di investimento. Con l'adozione del c.d. metodo Lamfalussy, la MiFID I ha introdotto un quadro di armonizzazione massima, riconducendo la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento e ridefinendo le norme di condotta a tutela degli investitori, con particolare riguardo alla classificazione della clientela, alla gestione dei conflitti di interesse e al principio di best execution. Infine, l'attenzione si concentra sulla direttiva MiFID II (2014/65/UE) e sul regolamento MiFIR, adottati in seguito alla crisi finanziaria del 2008 al fine di colmare le lacune emerse nella precedente disciplina. L'analisi evidenzia le principali innovazioni introdotte, tra cui la consulenza resa su base indipendente, la disciplina della product governance, che impone ai produttori di strumenti finanziari di concepire i prodotti in funzione di una specifica clientela target, e i poteri di product intervention attribuiti all'ESMA e alle autorità nazionali. Particolare attenzione viene dedicata al recepimento della MiFID II in Italia, avvenuto nel gennaio 2018 attraverso modifiche al T.U.F. e ai regolamenti Consob, nonché alla persistente rilevanza, nonostante il quadro normativo oramai consolidato, di alcune questioni ancora aperte, in particolare per quanto riguarda il regime sanzionatorio applicabile alle violazioni delle regole di condotta.

Nel quarto capitolo si analizza il ruolo della consulenza finanziaria nel contesto attuale, con particolare attenzione alle dinamiche demografiche, al sistema di welfare e al confronto con le principali esperienze europee. L'analisi parte dall'evoluzione del contesto socioeconomico italiano, caratterizzato da un progressivo invecchiamento della popolazione, da una riduzione

del tasso di natalità e da un crescente peso delle generazioni over 65 sul patrimonio complessivo del paese. In questo scenario, il consulente finanziario assume una funzione sempre più centrale, non solo nella gestione patrimoniale, ma anche nell'affiancamento dei risparmiatori nelle scelte previdenziali e assicurative, contribuendo a colmare le lacune di un sistema di welfare in trasformazione. Viene inoltre approfondito il fenomeno della silver economy, ovvero l'insieme delle attività economiche legate alla popolazione over 50, che rappresenta una quota crescente del PIL europeo e italiano, e le opportunità che essa offre agli intermediari finanziari in termini di prodotti e servizi dedicati, con riferimento agli strumenti di integrazione pensionistica e alle soluzioni assicurative.

Successivamente, il capitolo amplia lo sguardo al contesto europeo, richiamando i principali risultati emersi dal White Book della consulenza finanziaria, promosso da Fecif, nonché dal rapporto di EFPA Europe sulla salute finanziaria dei cittadini dell'Unione. L'analisi evidenzia le differenze tra i diversi Stati membri in materia di modelli di consulenza, adozione della digitalizzazione, preferenze di investimento e propensione al risparmio, nonché le sfide comuni legate all'evoluzione normativa, alla sostenibilità e alla dimensione demografica.

Infine, il capitolo si sofferma sull'analisi comparata di tre ordinamenti europei – Francia, Spagna e Germania – al fine di evidenziare le peculiarità normative e operative della consulenza finanziaria in ciascun paese. Vengono esaminate le discipline relative ai consulenti in investimenti finanziari (CIF) in Francia, con particolare attenzione alla figura dell'*agent lié* e alla tutela degli investitori in caso di offerta fuori sede; il quadro normativo spagnolo, caratterizzato da un recepimento ritardato della MiFID II e da una disciplina frammentata in materia di offerta fuori sede; e il sistema tedesco, che si distingue per una puntuale classificazione delle diverse figure di consulenti e per il ruolo centrale della BaFin nella vigilanza e nella tenuta dei registri degli agenti collegati. Tale analisi comparata consente di mettere in luce le differenze e le convergenze tra i modelli nazionali.

CAPITOLO 1

1.1 La definizione del ruolo del consulente finanziario

Il consulente finanziario è un professionista il cui compito è quello di offrire consulenza finanziaria ai clienti. È una figura a cui ci si riferisce per creare un piano per la costruzione di un portafoglio di investimenti e per la gestione delle proprie finanze. Pertanto, si tratta di una persona pagata per le competenze che offre volte a raggiungere obiettivi specifici, in particolare un futuro e una gestione finanziaria migliori. Egli si occupa di studiare i mercati finanziari e offrire ai propri clienti le migliori alternative di investimento, spiegando ad essi vantaggi, costi e rischi di ogni alternativa proposta dai vari istituti di credito, banche d'affari o società di intermediazione immobiliare.

Secondo la definizione di Forbes¹ riguardo all'attività del consulente finanziario, egli fornisce consigli qualificati su qualsiasi aspetto della vita finanziaria del cliente. Di base ci si aspetta che il consulente fornisca aiuto nella gestione del portafoglio di investimenti: ti aiuta cioè ad avere chiari i tuoi obiettivi finanziari e a scegliere gli investimenti giusti, a valutare la tua tolleranza al rischio, suggerendo investimenti a basso rischio se sei un investitore principiante. Tuttavia ad oggi i suoi ambiti operativi sono vari e i consulenti finanziari possono fare molto di più, come, ad esempio, pianificare e risparmiare per obiettivi a lungo termine (come la pensione), o a breve termine (come una vacanza o un matrimonio). Inoltre il consulente può aiutare a ottimizzare le polizze assicurative sulla vita, sulla salute e sull'invalidità. Può aiutarti a progettare strategie per ripagare i debiti. Un consulente finanziario può, oltre a ciò, aiutarti nella pianificazione patrimoniale, nell'ottimizzazione fiscale e nella gestione del rischio (Napoletano, 2023)².

Quindi, complessivamente, il consulente finanziario offre una vasta gamma di servizi. Non esiste un modello unico per tutti, quindi elencheremo i settori operativi più comuni di cui questa figura si occupa. In generale, i migliori consulenti finanziari hanno un interesse personale per la tua vita finanziaria e ti aiuteranno a costruire un percorso per la salute dei tuoi risparmi. Tra i servizi offerti ci sono:

¹ Rivista economica americana fondata da BC Forbes nel 1917, presenta articoli su finanza, industria, investimenti e marketing, tecnologia, comunicazione, scienza, politica e diritto.

² Napoletano, E., "Consulente finanziario: chi è, cosa fa, quanto guadagna", in *Forbes*, 2023.

- Consulenza sugli investimenti: i consulenti finanziari ti aiutano a individuare e scegliere gli investimenti migliori in base alla tua tolleranza al rischio e ai tuoi obiettivi. Inoltre, possono aiutarti a mantenere la rotta o a fare aggiustamenti strategici di fronte a eventi inaspettati.
- Gestione del debito: se ci si trova davanti alla necessità di ridurre un indebitamento, un consulente finanziario può crearti strategie per ridurre i debiti esistenti e aiutarti a evitarne ulteriori.
- Bilancio: qui l'attività del consulente può variare in base agli obiettivi del cliente, che possono variare dall'acquisto di una casa al risparmio per una vacanza. È in grado di crearti la strategia giusta per la gestione dei tuoi interessi.
- Pianificazione della pensione: il consulente può aiutarti ad incrementare i tuoi risparmi, identificando eventuali carenze su piani a lungo termine oltre che “proteggere” il denaro risparmiato per la pensione.
- Pianificazione patrimoniale: un consulente può aiutarti a creare strategie per trasferire il tuo patrimonio ai membri della famiglia e a pianificare la tua eredità.
- Assistenza a lungo termine: il consulente inoltre può aiutarti nella definizione di un percorso “assistenziale” riguardo la sanità in età avanzata, come può essere un'assicurazione per l'assistenza a lungo termine, indipendentemente dall'età posseduta.
- Pianificazione fiscale: i consulenti possono aiutarti nella gestione delle tasse, per esempio collaborando con il tuo fiscalista per assicurarsi che il tuo piano di investimento contribuisca a minimizzare le imposte.

1.2 Le diverse tipologie di consulenza finanziaria

Come riportato dall' OCF³ In Italia distinguiamo i soggetti che prestano servizio di consulenza finanziaria in tre categorie:

- Consulenti finanziari indipendenti o autonomi (fee-only).
- Consulenti finanziari non indipendente (soggetti abilitati all'offerta fuori sede).
- Società di consulenza finanziaria.

Di seguito analizzeremo le differenze tra queste tre tipologie di soggetti, ed entreremo nel dettaglio di ogni singola categoria.

La categoria del consulente indipendente fa riferimento a quel professionista che fornisce un servizio di consulenza in materia di investimenti in assenza di qualsiasi conflitto di interesse in quanto remunerato esclusivamente dal cliente tramite parcella. Questa figura, infatti, non percepisce provvigioni e commissioni di alcun genere da enti creditizi, che possono essere banche, società di intermediazione mobiliare, compagnie assicurative, società di gestione del risparmio, ed egli non è vincolato alla vendita di nessun prodotto finanziario, offrendo al cliente un servizio di consulenza “puro”; infatti quest'ultimo continuerà ad operare con la propria banca. Quindi questa tipologia di consulenza è pienamente autonoma e non vincolata alla distribuzione e al collocamento di strumenti finanziari promossi da un ente creditizio di appartenenza o a uno specifico intermediario, potendo quindi fornire raccomandazioni prive di legami commerciali.

Diverso è il caso del consulente abilitato all' offerta fuori sede, che opera su base non indipendente. In questo secondo caso, il cliente deve essere informato, se consapevole, del fatto che possono esistere rapporti tra consulente e intermediario di appartenenza tali che possano incidere sull'imparzialità dell'attività di consulenza. Questi rapporti, nello stesso tempo, non escludono il fatto che il consulente non indipendente debba agire nell'interesse del cliente, e rimangono fondamentali i principi di correttezza, diligenza e trasparenza, nonché l'obbligo di perseguire il miglior interesse per il proprio assistito.

Il consulente fee-only è un libero professionista che viene retribuito esclusivamente a parcella e direttamente dai clienti che si avvalgono dei suoi servizi, questi ultimi potrebbero concedere

³ Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, è l'ente italiano, istituito nel 2018 e vigilato da Consob, che regola e gestisce l'albo professionale dei consulenti finanziari. Garantisce la tutela dei risparmiatori vigilando sulla professionalità e l'indipendenza degli iscritti (abilitati, autonomi e società).

al consulente dei benefici aggiuntivi minimi ma questi devono essere tali da non alterare l'imparzialità e devono essere giustificati dal fatto che tendono a migliorare la qualità del servizio offerto. Come già detto ed anche riportato da Reteconomy (Reteconomy, 2025)⁴, nella consulenza indipendente, l'unico obiettivo del professionista è quello di esaudire le esigenze del cliente e di conseguenza il suo interesse; in questo caso gli obiettivi di consulente e assistito diventano perciò allineati. Affidarsi a un consulente finanziario indipendente porta quindi numerosi vantaggi nella gestione delle proprie finanze, tra cui un importante servizio di consulenza personalizzata. I consulenti indipendenti, non vincolati a prodotti o istituzioni finanziarie specifiche, possono offrire consigli che rispecchiano esattamente gli interessi del cliente, ciò è possibile tramite un'analisi approfondita e a strategie di investimento personalizzate. Il consulente finanziario indipendente lavora esclusivamente per il proprio cliente, senza vincoli riguardo i prodotti da offrire e questo consente di eliminare eventuali conflitti di interesse assicurando integrità e trasparenza.

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

- L'assenza di conflitto di interessi poiché lavora solo per i suoi clienti e non su mandato di un intermediario;
- La competenza professionale, è tenuto a frequentare percorsi formativi personalizzati e seminari di aggiornamento erogati da esperti del settore per garantire qualità nella consulenza;
- L'efficienza e trasparenza.

Inoltre, il consulente finanziario indipendente, durante lo svolgimento della sua attività, deve rispettare un determinato codice etico e specifiche linee guida che successivamente riprenderemo, emanate da ESMA nel 2015 con "Guidelines for the assesment of knowledge and competence" (Assoreti, 2021)⁵, e tali principi da rispettare sono:

- L'integrità che richiede onestà e non deve essere subordinata al guadagno personale;
- L'oggettività in quanto il consulente finanziario indipendente deve essere obbiettivo nel fornire i propri servizi professionali e deve farlo con prudenza, onestà intellettuale ed imparzialità;

⁴ Reteconomy, "Albo dei consulenti finanziari indipendenti: chi sono e come trovarli", in *Reteconomy*, 2025.

⁵ Assoreti, "LINEE GUIDA sulla conoscenza e sulla competenza del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede", 2021, pp. 1-14.

- Il possesso di adeguate competenze e di una preparazione professionale che deve rispettare il principio di adeguatezza;
- L'imparzialità, essendo il consulente tenuto a comunicare al cliente tutte le informazioni relative al proprio rapporto professionale;
- La riservatezza in quanto il consulente fee-only non deve rivelare informazioni confidenziali sorte dal rapporto con il proprio cliente;
- La correttezza perché il consulente deve segnalare eventuali comportamenti illegali e scorretti;
- Il rispetto del principio di diligenza, precisione e scrupolosità nello svolgimento del suo lavoro.

Diversamente dal consulente autonomo, come abbiamo detto, il consulente abilitato all'offerta fuori sede viene retribuito tramite provvigioni e commissioni sui prodotti finanziari venduti dalla banca o dall'intermediario per cui lavora. colui che sceglierà di affidarsi a un consulente autonomo, quindi, affronterà una spesa superiore per la consulenza rispetto al consulente dipendente, ma come già specificato avrà il vantaggio di una consulenza priva di conflitti di interesse e totalmente personalizzata. Quindi, se il cliente non è chiamato a scegliere il tipo di consulenza, per lo meno dovrà essere a corrente del fatto che tale possa essere dipendente, poiché potrebbe correre il rischio di mancata imparzialità, e deve essere messo a conoscenza delle commissioni e delle percentuali che riceverà il consulente dal prodotto raccomandato. Riprendiamo ora il concetto riferito alle linee guida del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, che in seguito alla pubblicazione in data 17 dicembre 2015 da parte dell'ESMA⁶ delle "Guidelines for the assesment of knowledge and competence", le quali rappresentano a partire dall'applicazione in data 3 gennaio 2018, è soggetto a delle linee guida che stabiliscono standard minimi per la verifica dei requisiti di conoscenza e competenza e devono essere posseduti dai consulenti finanziari abilitati all'offerta sede. A questi ultimi viene affidata la cura degli interessi dei clienti attraverso la prestazione di un servizio continuativo di assistenza e consulenza che mira anche a favorire un maggiore coinvolgimento dei clienti stessi nelle decisioni di investimento dei propri risparmi e, quindi, anche una maggiore consapevolezza della qualità della consulenza loro prestata. Le linee guida fanno riferimento principalmente al requisito di competenza del consulente finanziario e all'aggiornamento

⁶ Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority) è un organismo dell'Unione europea che, dal 1° gennaio 2011, ha il compito di sorvegliare il mercato finanziario europeo. A essa partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria dell'Unione europea (ESMA).

professionale di quest'ultimo. Di seguito l'elenco delle linee guida sulla conoscenza e sulle competenze del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede pubblicato dall'Associazione delle Società per la Consulenza degli Investimenti (Assoreti, 2021):

1. Il requisito di competenza.

- L'avviamento alla professione del consulente finanziario anteriormente all'iscrizione all'albo. L'ente intermediario è chiamato a valutare l'ammissibilità alla professione di coloro che aderiscono a un programma strutturato per il superamento dell'esame abilitante all'iscrizione all'albo unico dei consulenti finanziari. Il requisito dell'esperienza qualificata deve essere acquisito mediante un'attività lavorativa svolta a stretto contatto con chi svolge il servizio di consulenza avendone i prescritti requisiti di conoscenza e competenza.
- Le modalità della supervisione nei confronti del consulente finanziario iscritto all'albo. La persona fisica regolarmente iscritta all'albo unico dei consulenti finanziari di cui all'art. 31, comma 4, del T.U.F. possiede, per ciò stesso, la qualifica idonea a erogare il servizio di consulenza alla clientela e, in presenza di un'adeguata esperienza, può esercitare l'attività per conto di un intermediario distributore anche fuori dalla sede e dalle dipendenze di quest'ultimo. Il soggetto incaricato di svolgere la supervisione su un consulente finanziario iscritto all'albo deve possedere i requisiti dell'adeguata qualifica e dell'adeguata esperienza da almeno due anni, inoltre, deve possedere le competenze e l'attitudine a svolgere tale incarico senza aver subito, nello stesso periodo, provvedimenti disciplinari o sanzionatori nell'esercizio dell'attività. L'intermediario ha il compito di individuare, anche fra i propri consulenti finanziari iscritti all'albo, le persone in possesso di tali caratteristiche, alle quali affidare il compito di vigilare sull'operato dei consulenti finanziari iscritti che necessitano di maturare l'esperienza richiesta, per il periodo strettamente necessario a tal fine. L'intermediario assegna a ciascun supervisore uno o più consulenti finanziari iscritti da seguire, avvertendolo che in virtù dell'incarico conseguitogli, egli assume la responsabilità dell'attività svolta da ciascun consulente supervisionato come se si trattasse di attività propria, ferma restando anche la responsabilità di quest'ultimo. Più in particolare, il supervisore è responsabile del rispetto, da parte del consulente supervisionato, delle normative riguardanti il servizio di consulenza in materia di investimenti prestato per conto

dell'intermediario. Fermo restando questo presupposto, l'intermediario può rimettere al supervisore l'individuazione, anche in accordo con il consulente vigilato, delle modalità di esercizio della supervisione considerando sia che il predetto consulente, avendo conseguito l'iscrizione all'albo unico dei consulenti finanziari, è abilitato allo svolgimento dell'attività di offerta fuori sede e possiede già le conoscenze adeguate per poter prestare il servizio di consulenza, sia anche, eventualmente, la partecipazione del medesimo percorsi formativi mirati all'acquisizione delle corrette modalità di relazionarsi con la clientela nonché delle conoscenze tecniche e pratiche per l'esercizio della professione all'interno della "rete" dell'intermediario preponente, secondo le istruzioni impartite e il modello operativo adottato da quest'ultimo. L'attività di supervisione deve essere chiaramente documentata. A tal fine, l'intermediario suggerisce al supervisore di provvedere a riportare un flusso costante di comunicazioni scritte, fra il medesimo e ciascun consulente supervisionato, riguardanti i principali momenti dell'attività compiuta da quest'ultimo con i clienti che assiste. Con specifico riferimento all'obbligo di consegna al cliente della relazione di adeguatezza prima del compimento dell'operazione, disciplinato dall'art. 41 del Regolamento Intermediari, l'intermediario definisce le tipologie di controlli che deve porre in essere il supervisore, orientando l'attività di quest'ultimo soprattutto alla verifica della consegna della relazione di adeguatezza al cliente e allo sviluppo delle capacità del consulente vigilato di rispondere alle effettive esigenze finanziarie della clientela. Il supervisore ha comunque la facoltà di assistere in qualsiasi momento a qualsiasi forma di interlocuzione fra il consulente supervisionato e il cliente senza che il consulente supervisionato possa opporgli alcun tipo di eccezione. L'intermediario determina la frequenza con cui dell'informativa con cui il supervisore deve riferire riguardo l'attività svolta dalla persona supervisionata, mettendo in evidenza gli eventuali progressi compiuti e la capacità di avviare l'esercizio della professione senza la necessità di essere sottoposto alla supervisione altrui. Alla luce di tale informativa l'intermediario valuta se al raggiungimento del periodo minimo di esperienza prescritto dalla normativa il consulente finanziario abbia conseguito un livello di maturità sufficiente per poter svolgere in piena autonomia il servizio di consulenza per conto dell'intermediario oppure se sia opportuno prolungare il periodo di supervisione, determinandone la durata.

- L’attestazione dell’attività svolta dal consulente finanziario. Ai fini del conseguimento del requisito dell’esperienza di cui all’art. 78, commi 2 e 3, del Regolamento Intermediari, è considerata valida l’attività lavorativa prestata, anche in modo non continuativo e presso più intermediari, nel corso nel decennio antecedente l’inizio della prestazione del servizio di consulenza, considerando però che almeno la metà del periodo lavorativo richiesto deve essersi svolta nell’ultimo triennio. Per quanto riguarda il requisito della competenza si considera sussistente, in assenza di contrarie evidenze, in capo al consulente finanziario iscritto all’Albo di cui all’art. 31, comma 4, del T.U.F., che risulti titolare di un mandato attivo di durata non inferiore al periodo minimo di esperienza richiesto.

2. L’aggiornamento professionale del consulente finanziario.

- La valutazione delle esigenze di sviluppo e formazione. L’intermediario, con frequenza almeno annuale, effettua una revisione delle esigenze di sviluppo e formazione dei consulenti finanziari tenendo conto dei seguenti fattori:
 - Del livello delle conoscenze nelle materie individuate dalla disciplina vigente per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e nelle altre materie inerenti alle diverse attività svolte;
 - Del tipo di clienti con cui si interfacciano;
 - Delle tipologie di prodotti e servizi che raccomandano;
 - Dei bisogni considerati e dei metodi utilizzati per la pianificazione dei portafogli di investimento;
 - Delle interrelazioni della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti con la prestazione di altri servizi di consulenza aventi ad oggetto investimenti in altri settori (come, ad esempio, il compartimento dell’arte o quello immobiliare);
 - Dei collegamenti con l’offerta e/o la prestazione di altri prodotti e servizi bancari, assicurativi, finanziari in genere o comunque finalizzati a soddisfare esigenze di investimento e/o di protezione;
 - Delle modalità impiegate per le comunicazioni con la clientela nell’esercizio delle operazioni;
 - Degli applicativi, se utilizzati, per la pianificazione e/o per il monitoraggio del portafoglio della clientela, per la valutazione

dell'adeguatezza delle operazioni, per l'analisi dei mercati e per qualsiasi altra utilità messa a disposizione dei consulenti finanziari;

- Delle tendenze dei mercati finanziari;
 - Delle norme e delle procedure che disciplinano l'attività dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e di ogni altro aspetto inerente all'esercizio delle attività da essi svolte in concreto.
- I corsi di aggiornamento professionale. Sulla base della revisione annuale delle esigenze di formazione e crescita professionale del personale, l'intermediario assicura che i consulenti finanziari siano in possesso di titoli adeguati e mantengano aggiornate le proprie conoscenze e competenze attraverso un percorso continuativo, coerente con il loro ruolo e conforme alle tematiche indicate nel punto 18 degli Orientamenti ESMA, nonché tramite la specifica formazione richiesta in previsione dell'eventuale introduzione di nuovi prodotti di investimento da parte dell'intermediario.

Le società di consulenza finanziaria sono persone giuridiche autorizzate a prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti e gestione del risparmio in modo indipendente, esse non detengono somme di denaro o strumenti finanziari di appartenenza ai clienti. Sono anch'esse iscritte all'albo OCF. Devono rispettare una serie di requisiti presenti nel "D.M.⁷ 24 dicembre 2008, n. 206", i quali sono riportati nel sito della Consob⁸:

- Requisiti di indipendenza art.3:
 1. Non possono essere iscritte all'albo le società di consulenza finanziaria che intrattengono, direttamente, indirettamente, per conto di terzi, o per il tramite di terzi, rapporti di natura patrimoniale, economica, finanziaria, contrattuale, o di altra natura, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.
 2. Non possono essere iscritte all'albo le società di consulenza finanziaria qualora la struttura del gruppo di cui eventualmente è parte la società stessa sia tale da

⁷ Decreto ministeriale.

⁸ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è l'autorità amministrativa indipendente italiana, istituita nel 1974, preposta alla vigilanza dei mercati finanziari. Il suo scopo principale è tutelare gli investitori, garantire la trasparenza, l'efficienza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni in borsa (CONSOB).

condizionarne l'indipendenza nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.

3. Per la prestazione di consulenza in materia di investimenti le società di consulenza finanziaria non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio.
 4. Le società iscritte informano l'organismo, secondo le modalità da questo stabilite, dei rapporti intrattenuti con i soggetti di cui ai commi 1 e 2, dichiarando che essi non sono tali da condizionare l'indipendenza nella prestazione di consulenza in materia di investimenti. L'organismo valuta le suddette dichiarazioni ai fini della permanenza dell'iscrizione.
- Requisiti patrimoniali art.4:
 1. L'iscrizione all'albo delle società di consulenza finanziaria è consentita previa sottoscrizione di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo dell'iscrizione e che assicuri una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 5.000.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.
 2. L'organismo può modificare tali importi per adeguarli all'inflazione, nonché prevedere un massimale annuale maggiore in considerazione dei volumi di attività delle società di consulenza finanziaria.
 - Requisiti di onorabilità e indipendenza dei soci art.5:
 1. I soci devono possedere i requisiti di onorabilità previsti dal D.M. n. 206 del 2008.
 2. Non possono essere soci della società di consulenza finanziaria i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio della società nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.
 3. Le società di consulenza finanziaria informano l'organismo secondo le modalità da questo stabilite, dei rapporti intrattenuti dai soci con i soggetti di cui al comma 2, dichiarando che essi non sono tali da condizionare l'indipendenza di

giudizio della società nella prestazione di consulenza in materia di investimenti. L'organismo valuta le suddette dichiarazioni ai fini della permanenza dell'iscrizione.

- Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali art. 6:
 1. Coloro che svolgono funzioni di amministrazione e direzione presso società di consulenza finanziaria, devono possedere i requisiti di professionalità, di indipendenza ed onorabilità previsti per i consulenti finanziari dal D.M. n. 206 del 2008.
 2. Coloro che svolgono funzioni di controllo devono possedere i requisiti di onorabilità previsti dal D.M. n. 206 del 2008 e i requisiti di indipendenza e di professionalità stabiliti dal Codice civile per i sindaci, i componenti del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione.
 3. Ai soggetti di cui ai commi 1 e 2 si applica l'articolo 3 del D.M. n. 206 del 2008.
 4. Il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica. Entro trenta giorni dalla nomina o dalla conoscenza del difetto sopravvenuto la società dichiara la decadenza dalla carica e ne informa senza indugio l'organismo.
- Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza dei soggetti che svolgono attività di consulenza finanziaria per conto della società art.7:
 1. I soggetti, siano essi soci, esponenti aziendali, collaboratori o ausiliari che svolgono, per conto della società, attività di consulenza finanziaria in materia di investimenti nei confronti della clientela, devono essere iscritti all'albo dei consulenti finanziari persone fisiche istituito ai sensi dell'articolo 18-bis, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.
 2. Ai soggetti di cui al comma 1 non si applicano i requisiti patrimoniali previsti dal D.M. n. 206 del 2008.

1.3 L'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari

L'Albo dei consulenti finanziari indipendenti costituisce un registro pubblico nel quale sono iscritti i professionisti abilitati a prestare attività di consulenza finanziaria sul territorio nazionale. L'iscrizione all'Albo rappresenta un requisito imprescindibile per l'esercizio legittimo della professione. Tale previsione è finalizzata a garantire elevati standard di trasparenza e professionalità, assicurando alla clientela un'assistenza qualificata e affidabile nella pianificazione e gestione delle proprie risorse finanziarie. L'albo unico dei consulenti finanziari di cui all'art. 31, comma 4, del d.lgs. n. 58/1998 è tenuto dall'Organismo OCF, secondo le modalità previste dal LIBRO XI, Parte III del regolamento Consob n. 20307/2018. Nell'albo sono iscritti, in tre distinte sezioni, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria. L'albo e le modalità di iscrizione alle tre sezioni sono pubblicati sul sito dell'OCF che si occupa dei procedimenti condotti nell'ambito della funzione dell'albo unico dei consulenti finanziari si riferiscono alle iscrizioni all'albo, alle cancellazioni dallo stesso, e a eventuali procedimenti di riesame dei provvedimenti adottati. Per iscriversi all'albo OCF come consulente finanziario, è richiesto come titolo di studio un diploma di istruzione secondaria superiore (non è necessaria la laurea), l'obbligatorietà del superamento dell'esame tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, e per i consulenti finanziari autonomi, rispettare il requisito di indipendenza soggettiva, che consiste nel non avere rapporti di alcun titolo con emittenti o intermediari finanziari. Di seguito viene rappresentata la composizione dell'albo dei consulenti finanziari con dati presi dalla relazione annuale 2024 presente sul sito OCF (OCF, 2025)⁹. Secondo tale relazione nel 2024 sono state avanzate 2.800 domande di iscrizione all'albo, le quali vengono poi sottoposte a istruttoria per verificare che ogni domanda rispetti i requisiti previsti, e dove necessario vengono richiesti chiarimenti e un'integrazione di eventuali documenti mancanti.

I provvedimenti di iscrizione all'albo adottati sono stati n. 2.755 e sono stati divisi come segue:

- A seguito di superamento della prova valutativa n. 2.168 (78,7%);
- Per possesso dei requisiti di professionalità n. 587 (21,3%) di cui n. 210 re-iscrizioni.

⁹ Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, "La funzione di tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari", in: Relazione Annuale 2024, 2025, pp. 43-54.

Rispetto all'anno precedente (2023) si è verificato sia un incremento dei provvedimenti di iscrizione del 16,1%.

Sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede - iscrizioni	Anno					Δ%*
	2020	2021	2022	2023	2024	
Superamento della prova valutativa	1.064	2.146	1.653	1.754	2.168	+23,6%
Possesso dei requisiti di professionalità	418	589	525	619	587	-5,2%
Totale	1.482	2.735	2.178	2.373	2.755	+16,1%

* Confronto 2024-2023.

Tabella 1: confronto delle iscrizioni per la sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Per quanto riguarda i provvedimenti di cancellazione dall'albo, sono stati interessati complessivamente n. 1.874 consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, di cui:

- Su domanda dell'interessato n. 1.523;
- Per il mancato pagamento nei termini del "contributo quota annuale Albo" n. 251;
- Per decesso n. 82;
- Per perdita dei requisiti n. 3;
- Per adozione del provvedimento di radiazione dall'albo n. 15.

Si verifica, in questo caso, una diminuzione dei provvedimenti di cancellazione del 9,1% rispetto all'anno precedente; in particolare, quelli su domanda dell'interessato si sono ridotti del 7% mentre quelli per il mancato pagamento nei termini del contributo quota annuale del 20,1%.

Sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede - cancellazioni*	Anno					Δ%**
	2020	2021	2022	2023	2024	
Domanda dell'interessato	1.512	1.432	1.502	1.637	1.523	-7,0%
Mancato pagamento nei termini del contributo quota annuale Albo	1.521	934	890	314	251	-20,1%
Perdita dei requisiti (onorabilità e situazioni impeditive)	14	9	4	3	3	0,0%
Totale	3.047	2.375	2.396	1.954	1.777	-9,1%

* Sono escluse le cancellazioni per decesso e per adozione del provvedimento di radiazione dall'albo.

** Confronto 2024-2023.

Tabella 2: confronto delle cancellazioni per la sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Sempre facendo fede a tale relazione, nel 2024 le domande di iscrizione alla sezione consulenti finanziari autonomi registrate sono state n. 187. Anche in questo caso, come abbiamo visto per la sezione dei consulenti abilitati all'offerta fuori sede, queste domande sono oggetto di verifica del rispetto dei requisiti e nel corso dell'istruttoria dove necessario, possono essere richieste le relative integrazioni.

I provvedimenti di iscrizione all'albo adottati sono stati n. 164, così suddivisi:

- A seguito del superamento della prova valutativa n. 150 (91,5%);
- Per possesso dei requisiti di professionalità n. 14 (8,5%) di cui n. 5 re-iscrizioni.

Anche nella sezione dei consulenti finanziari autonomi si può notare, quindi, come sia presente un aumento delle iscrizioni rispetto all'anno precedente.

Sezione dei consulenti finanziari autonomi – iscrizioni	Anno				
	2020	2021	2022	2023	2024
Superamento della prova valutativa	67	137	188	131	150
Possesso dei requisiti di professionalità	8	3	6	7	14
Totale	75	140	194	138	164

Tabella 3: confronto delle iscrizioni per la sezione dei consulenti finanziari autonomi.

- I provvedimenti di cancellazione dall'albo adottati sono stati n. 67, di cui: su domanda dell'interessato n. 58;
- Per il mancato pagamento nei termini del contributo quota annuale Albo n. 1;
- Per perdita dei requisiti n. 7;
- Per adozione del provvedimento di radiazione dall'albo n. 1.

Sezione dei consulenti finanziari autonomi – cancellazioni*	Anno				
	2020	2021	2022	2023	2024
Su domanda dell'interessato	16	17	34	51	58
Mancato pagamento nei termini del <i>contributo quota annuale Albo</i>	0	0	0	1	1
Perdita dei requisiti (organizzativi - patrimoniali)	1	1	13	18	7
Totale	17	18	47	70	66

* Sono escluse le cancellazioni per decesso e per adozione del provvedimento di radiazione dall'albo.

Tabella 4: confronto delle cancellazioni per la sezione dei consulenti finanziari autonomi.

Facendo ora riferimento alle domande di iscrizione riferite alla sezione delle società di consulenza finanziaria nel 2024, in numero è pari a n. 23. Anche in questa sezione le domande sono state oggetto di verifica rispetto ai requisiti previsti dalla decretazione ministeriale e ove necessario, sono stati richiesti chiarimenti e integrazioni di documenti.

I provvedimenti di iscrizione all'albo adottati sono stati n. 19.

I provvedimenti di cancellazione dall'albo adottati sono stati n. 6, di cui:

- Su domanda della parte interessata n. 4;
- Per perdita dei requisiti n. 1;
- Per iscrizione all'albo ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare n. 1.

Sezione delle società di consulenza finanziaria – iscrizioni e cancellazioni	Anno				
	2020	2021	2022	2023	2024
Iscrizioni	10	6	17	17	19
Cancellazioni	2	1	1	6	6

Tabella 5: Confronto iscrizioni e cancellazioni della sezione delle società di consulenza finanziaria.

È interessante vedere anche altre caratteristiche sociodemografiche riguardanti i candidati alla prova valutativa, al fine di fornire un quadro completo dei candidati iscritti alle prove valutative nel 2024, sempre facendo riferimento a dati presenti nella relazione annuale del medesimo anno del sito dell'OCF, di seguito si riportano in dettaglio le caratteristiche facenti riferimento all'età dei candidati e al loro titolo di studio.

In particolare, con riferimento all'età, l'età media degli iscritti alle prove, come nell'anno precedente è di circa 34 anni, con la fascia degli under 30 che risulta confermarsi la più numerosa, a prova del fatto che sempre più giovani sono interessati a questa professione. Di seguito riportiamo la tabella in cui vengono riportati gli iscritti alle prove in relazione alle fasce di età di appartenenza negli ultimi cinque anni.

Fascia d'età candidati iscritti alle prove	2020%	2021%	2022%	2023%	2024%
<30 anni	32,4%	34,0%	34,0%	41,2%	42,7%
30-39 anni	38,4%	35,0%	32,3%	31,0%	30,3%
40-49 anni	22,1%	23,4%	24,1%	20,2%	19,6%
50-65 anni	7,0%	7,5%	9,6%	7,5%	7,3%
>65 anni	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%

Tabella 6: Confronto numero di iscritto per fasce d'età.

Per quanto riguarda invece il titolo di studio si nota come la maggioranza delle domande di iscrizione derivano da candidati in possesso di laurea o di diploma di laurea, con il 63,7% dei candidati che presentano tali caratteristiche, tendenza che si rileva già dal 2016.

Se si analizza la composizione dei candidati per fasce d'età si può notare che nel 2024, gli aspiranti fino a 50 anni sono prevalentemente in possesso di un titolo di laurea (65,1%), mentre tra gli over 50 il titolo di studio prevalente, anche se leggermente, è il diploma (52,9%).

Fascia di età	Titolo di studio	% Iscritti alle prove 2024
<30 anni	DIPLOMA	34,8%
	LAUREA	65,2%
30-39 anni	DIPLOMA	30,6%
	LAUREA	69,4%
40-49 anni	DIPLOMA	42,2%
	LAUREA	57,8%
50-65 anni	DIPLOMA	53,5%
	LAUREA	46,5%
>65 anni	DIPLOMA	30,8%
	LAUREA	69,2%
Totale	DIPLOMA	36,3%
	LAUREA	63,7%

Tabella 7: Confronto titolo di studio per fasce d'età.

Il titolo di studio, si riflette pure sull'esito della prova e sulla sua selettività, infatti come si vede, il 49% dei partecipanti laureati è risultato idoneo mentre per quanto riguarda i candidati in possesso di un diploma di scuola media superiore, l'idoneità si attesta al 34,5%.

Per caratterizzare ulteriormente la composizione dei candidati, per quanto riguarda gli idonei, si può evincere che il 70,2% (n. 1.859) nel 2024 si è iscritto all'albo nella sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e di questi il 55,5% (n. 1.032) ha ottenuto un mandato

da parte di un intermediario autorizzato. Il 2,6% degli idonei (n. 69) si è iscritto alla sezione dei consulenti finanziari autonomi e di questi il 59,4% (n. 41) opera per conto di una società di consulenza finanziaria, il 37,7% (n. 26) opera in proprio, mentre n. 2 soggetti operano sia in proprio sia per conto di una società di consulenza finanziaria.

N. idonei 2024: 2.648, di cui iscritti alla sezione dei:					
CF abilitati all'offerta fuori sede n. 1.859 (70,2%)	<i>CF abilitati all'offerta fuori sede con mandato</i> n. 1.032	CF autonomi n. 69 (2,6%)	<i>CF autonomi operanti per conto di una società di consulenza finanziaria</i> n. 41	<i>CF autonomi operanti in proprio</i> n. 26	<i>CF autonomi operanti per conto di una società di consulenza finanziaria e in proprio</i> n. 2

Tabella 8: Suddivisione degli idonei iscritti nelle varie sezioni.

Infine, a conclusione di questa caratterizzazione, focalizziamo l'attenzione sui neo-consulenti under 30, tra i quali sono risultati idonei n.1248, di cui l'80,7% risulta iscritto all'albo nella sezione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e, di questi ultimi, il 50,7% (n. 511) ha sottoscritto un mandato ad operare. Inoltre, l'1,8% degli idonei under 30 (n. 22) si è iscritto alla sezione dei consulenti finanziari autonomi e di questi n. 17 operano per conto di una società di consulenza finanziaria, n. 4 operano in proprio e n. 1 opera sia per conto di una società di consulenza finanziaria sia in proprio.

N. idonei under 30 2024: 1.248, di cui iscritti alla sezione dei:					
CF abilitati all'offerta fuori sede n. 1.007 (80,7%)	<i>CF abilitati all'offerta fuori sede con mandato</i> n. 511	CF autonomi n. 22 (1,8%)	<i>CF autonomi operanti per conto di una società di consulenza finanziaria</i> n. 17	<i>CF autonomi operanti in proprio</i> n. 4	<i>CF autonomi operanti per conto di una società di consulenza finanziaria e in proprio</i> n. 1

Tabella 9: Suddivisione degli idonei under 30 iscritti nelle varie sezioni.

1.4 L'evoluzione del ruolo del consulente finanziario

Dal rapporto redatto da Assoreti¹⁰ in collaborazione con Teha Group¹¹, si può vedere come negli anni il settore della consulenza finanziaria in Italia sta attraversando una trasformazione strutturale rappresentata da un'evoluzione del ruolo del consulente finanziario da «promotore» a «consulente olistico», con la tendenza a diventare un punto di riferimento per le esigenze di vita e la sicurezza finanziaria del cliente (Teha Group, Assoreti, 2025)¹².



Tabella 10: Evoluzione del ruolo del consulente finanziario (Teha group, Assoreti, 2025).

Partendo dagli anni '90, in cui l'attività del promotore finanziario in Italia era prevalentemente orientata alla vendita di prodotti finanziari standardizzati, con un'impostazione prevalentemente commerciale, si propone un'analisi dell'evoluzione della figura del consulente finanziario. La relazione con la clientela, inizialmente, era basata più sull'intermediazione che sulla consulenza come conosciamo oggi, con un'attenzione limitata alla costruzione di soluzioni personalizzate e al supporto continuativo nel tempo. Tra la fine degli anni '90 e i primi anni 2000, invece, si inizia a vedere una significativa evoluzione della professione, con un orientamento verso un modello maggiormente consulenziale. La figura del promotore si è progressivamente trasformata in quella di gestore del risparmio, con una crescente attenzione

¹⁰ Associazione delle banche e delle imprese di investimento che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, come definito dall'art. 1, comma 5, lett. f) del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, avvalendosi di propri consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Costituita nel 1985 con lo scopo di seguire lo studio e l'evoluzione della normativa in materia, garantire il costante contatto con le Istituzioni, fornire l'elaborazione statistica di dati che permettano l'analisi dell'evoluzione del settore, nonché promuovere ed organizzare studi, pubblicazioni, convegni ed ogni altra iniziativa tesa all'approfondimento delle problematiche del servizio di consulenza finanziaria (ASSORETI).

¹¹ Costituita il 1° luglio 2024, come società soggetta a Direzione e Coordinamento da parte di The European House - Ambrosetti S.p.A. Il Gruppo include tutte le attività operative esercitate dal Gruppo, comprese le società partecipate, si occupa di consulenza confezionando progetti su misura alle imprese italiane (TEHA).

¹² Teha group, Assoreti, "Il ruolo della consulenza finanziaria nell'evoluzione demografica del paese e nell'evoluzione nazionale di ricchezza", in: *La consulenza finanziaria, motore per la valorizzazione del risparmio e la crescita economica dell'Italia*, 2025, pp. 38-45.

alla costruzione e ottimizzazione dei portafogli in coerenza con gli obiettivi finanziari del cliente. Questo cambiamento ha posto le basi per un approccio consulenziale più attento alla pianificazione finanziaria e all'adeguatezza degli strumenti rispetto alla personalizzazione della consulenza organizzata in base agli obiettivi del cliente.

Dalla fine degli anni 2000 la professione del consulente ha rapidamente subito un'ulteriore trasformazione in una direzione che incorporava una visione olistica e integrata del patrimonio del cliente. Il consulente in questo contesto inizia a diventare sempre più un punto di riferimento per i progetti e gli interessi del cliente, poiché la consulenza diventa finanziaria inizia a diventare una consulenza patrimoniale a tutto tondo, realizzata con team multidisciplinari specializzati in più ambiti, come ad esempio la fiscalità, la pianificazione successoria o la gestione immobiliare. In poche parole, la consulenza supera il limite relativo alla pura vendita di un prodotto o di uno strumento finanziario e si evolve a favore di una strategia personalizzata e di lungo periodo, in grado di gestire in modo strutturato le sfide poste dalla complessità patrimoniale contemporanea.

Sempre con riferimento al rapporto Teha Group, Assoreti, riportiamo come ad oggi, l'attività di consulenza finanziaria diventa sempre più importante per il cittadino e per la valorizzazione del suo portafoglio, con il fine di preservare la ricchezza finanziaria e agevolarne un efficiente passaggio generazionale in vista del ricambio demografico che interesserà il Paese nel prossimo decennio. Tale importanza riferita alla consulenza è in parte attribuibile alla bassa educazione finanziaria riscontrata in Italia dalla maggior parte della popolazione.

Da tale rapporto si riscontra inoltre come a livello europeo l'Italia sia al primo posto per quota di persone che si affidano ai servizi di consulenza per la gestione del proprio patrimonio, situazione che in parte è dovuta alla scarsa alfabetizzazione finanziaria della popolazione italiana, e allo stesso tempo riflette quanto l'ampia offerta di servizi di advisory da parte dei consulenti siano in grado di cogliere le esigenze della clientela e di venirgli in aiuto. Come già detto quando abbiamo classificato al capitolo primo in merito all'età dei consulenti, si sta verificando un ricambio generazionale che interesserà il prossimo decennio, sia per i professionisti che per la clientela, e l'evoluzione di questa professione si colloca all'interno di una generale trasformazione demografica. Nel 2023 l'età media dei consulenti si attestava a 51,7 anni, facendo registrare un invecchiamento medio di oltre 3 anni nell'ultimo decennio, e nonostante questa tendenza sembra essersi stabilizzata sono presenti ancora ad oggi oltre 2000 consulenti con più di 70 anni di età e con elevati valori di portafoglio in gestione. Questa situazione fa emergere l'esigenza di favorire l'ingresso di consulenti più giovani all'interno

delle reti consulenza finanziaria, affiancandoli magari a consulenti più esperti, in grado di trasmettergli valori e esperienza maturati negli anni. Facendo riferimento a qualche dato riportato nel già citato rapporto (Teha group, Assoreti, 2025), si vede come dal 2018 sia aumentata la presenza di consulenti under-30 (quasi il triplo rispetto al passato), e l'aumento della quota di consulenti con questo range di età sul totale degli occupati del settore, è superiore anche rispetto agli altri settori dei servizi. Se si prendono in analisi le assunzioni, sempre dal 2018, degli under-30 si nota una crescita pari al 163%, valore significativamente superiore ad altri settori come, ad esempio, quello informatico o del commercio. Questo processo di assunzioni di risorse molto giovani si colloca all'interno di un contesto in cui si osserva come queste risorse vengano inserite in team multidisciplinari in cui le risorse junior vengono affiancate da colleghi più esperti, in modo tale possano venire supportati e apprendere da chi ha una solida esperienza nel settore acquisendo competenze trasversali che consentiranno successivamente allo junior di essere in grado di erogare servizi personalizzati in funzione delle diverse esigenze del cliente.

Riportando ora qualche dato riguardo all'evoluzione del settore per quanto riguarda l'occupazione femminile, è dal 2013 che il numero di consulenti donne cresce in modo più che proporzionale rispetto all'incremento complessivo dei consulenti finanziari, registrando un aumento del 40% rispetto all'8% medio del settore. In Italia, ad oggi quasi un consulente su quattro è donna (23%), dato più alto tra i benchmark internazionali¹³, se consideriamo Francia (22%), Germania (20%) e Usa (15%).

Un'ulteriore importante questione è quella del ricambio generazionale, che assume una rilevanza centrale non solo dal lato dei consulenti ma, in modo ancor più critico, dal lato della clientela. Analizzando la distribuzione del patrimonio finanziario gestito per classi di età della clientela, esso rivela una configurazione che potremmo definire di "squilibrio fisiologico": quasi la metà del patrimonio complessivamente amministrato dalle reti fa capo a soggetti con età superiore ai 65 anni. Tale concentrazione, se da un lato testimonia la solidità del rapporto di fiducia consolidato con le generazioni più anziane, dall'altro proietta le reti verso un decennio cruciale in cui il loro ruolo non potrà più limitarsi alla gestione patrimoniale in senso stretto, ma dovrà estendersi all'accompagnamento delle famiglie italiane nella complessa fase del trasferimento generazionale della ricchezza. Se guardiamo i dati riportati dalla relazione, il peso

¹³ Parametri di riferimento utilizzati per confrontare performance, processi o indicatori (finanziari, aziendali, digitali) con i migliori standard globali; permettono di valutare la competitività, misurare il rischio e definire obiettivi di miglioramento, sia in ambito azionario/obbligazionario, sia nella trasformazione digitale e competitività aziendale (Borsa italiana, 2020).

della clientela senior è inequivocabile: gli over-65 rappresentano il 28,4% del totale dei clienti, quota che supera la metà dell'intera base clienti (oltre il 50%) se si considera la fascia degli over-55. Tuttavia, a fronte di questo dato strutturale, emerge un fenomeno di segno opposto, di notevole interesse per le prospettive di sviluppo del settore. I dati evidenziano, infatti, una significativa attrattività del modello distributivo delle reti anche nei confronti della clientela più giovane (under-45), segmento che ha registrato un incremento del 18% dal 2020, raggiungendo quota 1,5 milioni di italiani, pari a quasi il 30% della base clienti totale.

A guidare questa espansione è in particolare la generazione under-35, il cui numero è cresciuto del 31% tra il 2020 e il 2024. Questo dato è particolarmente significativo se letto in contropiede rispetto al patrimonio medio detenuto. L'analisi per classi di età rivela, infatti, una relazione strettamente proporzionale e progressiva tra ricchezza finanziaria ed età anagrafica. Nelle classi più giovani, il patrimonio medio si presenta ancora contenuto: 31mila euro per gli under-35, un valore che è meno della metà rispetto alla fascia 35-44 anni (64mila euro). La ricchezza finanziaria supera la soglia dei 100mila euro nella fascia 45-54 anni, per poi attestarsi su valori considerevolmente più elevati – 245mila euro per i 65-74enni e 290mila euro per gli over-75 – che costituiscono il cuore patrimoniale delle reti. Questa configurazione evidenzia una duplice sfida strategica. Da un lato, il presente delle reti è ancorato a una clientela matura, caratterizzata da elevata patrimonialità ma prossima alla fase di successione; dall'altro, il futuro del settore è rappresentato da una clientela giovane in rapida crescita numerica, ma con patrimoni ancora esigui. La capacità delle reti di “accompagnare” i clienti lungo l'intero arco della vita, trasformando l'elevato tasso di ingressi under-35 in una relazione stabile e duratura, costituirà il fattore critico di successo per preservare e accrescere le masse gestite nel lungo periodo.

A completare il quadro di queste classificazioni, l'analisi per genere rivela un'ulteriore evoluzione di rilievo. La quota di clientela femminile che si affida ai consulenti finanziari è in costante crescita: nel 2024, in termini monetari, le donne rappresentano quasi il 40% del patrimonio complessivamente gestito. Il divario numerico tra clienti donne (45,4%) e uomini (54,6%) si sta progressivamente riducendo, passando da 10,9 a 9,3 punti percentuali tra il 2020 e il 2024. Tuttavia, rimane un significativo divario in termini di patrimonio medio, pari a 35mila euro: il patrimonio medio delle donne si attesta a 134mila euro, rispetto ai 169mila euro degli uomini. Tale gap, sebbene in riduzione sul piano numerico, suggerisce come la maggiore partecipazione femminile al mondo della consulenza finanziaria non si sia ancora tradotta in una piena parità di patrimonio gestito (Teha group, Assoreti, 2025).

CAPITOLO 2

2.1 Un'introduzione all'educazione finanziaria e il conseguente affidamento alla consulenza finanziaria

Cosa si intende precisamente per educazione finanziaria? La sua definizione non si esaurisce in un mero insieme di nozioni ed è un concetto molto ampio, in questo paragrafo ne faremo un breve inquadramento.

Partendo dallo scritto di Baglioni Angelo (Baglioni, 2019)¹⁴ si evidenzia come il concetto di “competenze finanziarie” sia, infatti, più ampio e complesso: infatti non dipende solo dalle conoscenze economico-finanziarie possedute dalla popolazione ma si estende anche ai comportamenti che essa attua e alle loro capacità di prendere decisioni orientata nel lungo periodo, come avere un'attenta gestione del bilancio familiare o un limitato ricorso all'indebitamento.

Dalle rilevazioni OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico)¹⁵ si nota come l'Italia si collochi molto sotto la media dei paesi sviluppati in questo ambito, mentre se si confronta con i paesi del G20¹⁶ risulta addirittura al penultimo posto; è evidente che un impegno nello sviluppo dell'educazione finanziaria si configura come un importante obiettivo per il nostro paese. Uno sviluppo in quest'ambito, infatti, consentirebbe ai cittadini di essere maggiormente indipendenti nelle scelte di carattere economico che si trovano a compiere, di proteggere il proprio patrimonio, e ridurre le disuguaglianze sociali. Ci sono vari fattori che concorrono ad attribuire tale importanza a questa tematica, come ad esempio il sistema welfare che assieme all'aumento della vita media delle persone e alle condizioni di vita, danno la possibilità ai cittadini di compiere scelte a livello personale, che un tempo erano gestite a livello collettivo, come la sottoscrizione di un fondo pensione, inoltre, un altro fattore importante è la vasta e diversificata gamma di prodotti e strumenti finanziari che spesso sono anche difficili da comprendere in quanto sofisticati, e necessitano di una conoscenza quanto meno basilare in

¹⁴ Baglioni, A., “Introduzione”, in *Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?*, 2019, 3, pp. 1-2.

¹⁵ Organizzazione internazionale di studi economici per i paesi membri istituita nel 1961, paesi sviluppati aventi in comune un sistema di governo di tipo democratico ed un'economia di mercato; svolge un ruolo di assemblea consultiva che consente un'occasione di confronto delle esperienze politiche, per la risoluzione dei problemi comuni, l'identificazione di pratiche commerciali ed il coordinamento delle politiche locali ed internazionali dei paesi membri (MEF).

¹⁶ Forum internazionale principale per la cooperazione economica, che riunisce le 20 maggiori economie mondiali (più l'Unione Africana dal 2023), rappresentando circa l'85% del PIL globale e il 75% del commercio. Fondato nel 1999, promuove il dialogo su temi finanziari e stabilità economica tra paesi industrializzati e in via di sviluppo (Governo Italiano).

ambito economico-finanziario. Infine ad oggi appare molto difficile se non impossibile, trovare strumenti con basso rischio e con un rendimento quanto meno accettabile, com'erano in passato i titoli di stato, e ciò spinge i risparmiatori a orientarsi verso strumenti con rendimento più alto e di conseguenza più rischiosi, che richiederebbero competenze ben più elevate di quelle possedute da questi. Nonostante l'educazione finanziaria sia un tema molto discusso e considerato uno dei fattori sul quale l'Italia deve fare uno sforzo per implementarne la conoscenza, vi è in atto un dibattito riguardo la sua effettiva efficacia. Da un lato ce chi sostiene che sia molto importante trasmettere nozioni per lo meno di base alla popolazione, dall'altro rimane il fatto che sia particolarmente complesso incidere nel concreto sui comportamenti degli individui, come ad esempio la propensione al risparmio. Sicuramente molto dipende da come viene trasmessa la conoscenza, infatti un programma di educazione finanziaria ben costruito dovrebbe rispettare dei vincoli che possa fare di essa un effettivo valore aggiunto: deve svilupparsi in una prospettiva di lungo termine, deve essere selezionato un giusto target di destinatari e deve essere poi valutato l'impatto effettivo sui partecipanti, al fine di correggere eventuali errori nella formazione. In questo ambito di grande importanza è in gioco la protezione dei risparmiatori, che da un lato è garantita da un quadro normativo che garantisce trasparenza e correttezza da parte degli intermediari finanziari, dall'altro dovrebbe essere supportata da un'adeguata "alfabetizzazione" degli investitori, in modo che siano consapevoli e informati delle scelte che compiono. Nel 2017, la Banca d'Italia ha effettuato una rilevazione riguardanti le iniziative promosse a favore dell'educazione finanziaria, per offrire una fotografia della situazione italiana (Banca d'Italia, 2017)¹⁷. Di seguito ne riportiamo un dato riferito a tale rilevazione, infatti nel triennio 2012-2014 sono state censite ben 206 iniziative, promosse da 256 soggetti differenti. Spesso si trattava di interventi rivolti a un numero esiguo di partecipanti o che si limitavano alla mera distribuzione di materiale informativo. Tra le criticità più rilevanti segnalate dal rapporto emerge, inoltre, la diffusa assenza di attività di monitoraggio volte a verificare i risultati effettivamente conseguiti da tali iniziative. Come evidenziato nel capitolo precedente al paragrafo 1.4, a livello europeo, l'Italia è il primo Paese per quota di persone che si affidano ai consulenti per le proprie decisioni finanziarie. Questa dinamica, sebbene in parte riconducibile alla scarsa alfabetizzazione finanziaria dei cittadini, con l'Italia che si posiziona agli ultimi posti a livello globale tra i paesi OCSE, riflette, come già stato detto precedentemente, allo stesso tempo un'ampia offerta di servizi di advisory da parte delle reti di consulenza, in grado di cogliere le diverse esigenze della clientela. È innegabile riconoscere

¹⁷ Banca D'Italia, "Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14", in: *Altre pubblicazioni di educazione finanziaria*, 2017.

l'efficacia dei programmi di alfabetizzazione finanziaria nel ridurre l'avversione dei risparmiatori verso l'investimento in attività finanziarie rischiose, ma le implicazioni di questa affermazione meritano una riflessione.

Innanzitutto, bisogna tenere conto del fatto che un incremento delle conoscenze non si traduce automaticamente in un effettivo possesso di competenze, e una maggiore capacità teorica di investire non implica una propensione a investire nei mercati finanziari.

In secondo luogo, bisogna considerare la natura della consapevolezza che effettivamente guida le scelte di investimento. Se, come emerso in molte rilevazioni, a spingere l'investitore inesperto a effettuare investimenti fosse la conoscenza del mercato percepita anziché quella reale, il rischio per questi investitori sarebbe elevato, e si ritornerebbe alla necessità di alfabetizzazione finanziaria e ricorso alla consulenza.

La vera domanda è se quest'ultima debba essere a supporto e complemento delle conoscenze dei risparmiatori o se debba essere intesa come sostituto. Nel caso considerassimo il fatto che la consulenza funge come supporto agli investitori, e che quindi non vada a compiere le scelte e decisioni finanziarie al posto dell'investitore, ci si chiede se i benefici derivanti da essa favoriscano maggiormente gli investitori più esperti, ovvero per coloro che capiscono appieno il consiglio ricevuto. Proprio su questa tematica sono stati elaborati degli studi in particolare, Hung e Yoong (2010) trovano che alla consulenza ricorrono più spesso risparmiatori poco alfabetizzati, mentre Lusardi e Mitchell (2011) e van Rooij et al. (2011) mostrano che le persone con alfabetizzazione maggiore tendono in misura maggiore a utilizzare fonti di informazione formali quali giornali, consulenti finanziari e internet. Collins (2012), sulla base del FINRA¹⁸ Financial Capability Survey del 2009, rileva che le persone con livelli di alfabetizzazione finanziaria maggiori sono più propense a ricercare consulenza rispetto ai risparmiatori meno competenti. Il ricorso a fonti 'formali' non garantisce comunque la validità delle decisioni finanziarie:

In addition to potential conflict of interest between advisor and investor, investors might follow unscrupulous financial gurus or use unreliable Internet advisory website and the financial press. However, these sources are still more likely to provide valuable information than non-professional sources,

¹⁸ Financial Industry Regulatory Authority che supervisiona l'operato dei professionisti e delle società operanti nei mercati USA (Carbone, 2021).

such as friends, neighbours and relatives ... or through the social interaction with peers (Calcagno & Monticone, 2015)¹⁹.

Inoltre, i recenti sviluppi tecnologici sollevano ulteriori profili di criticità per la tutela degli investitori, poiché la diffusione di servizi di consulenza automatizzata rischia di amplificare gli errori connessi alla percezione e all'assunzione del rischio da parte di soggetti con un basso livello di educazione e alfabetizzazione finanziaria.

¹⁹ Calcagno, R., Monticone, C., "Financial literacy and the demand for financial advice", in: *Journal of Banking & Finance*, 2015, 50, pp. 363-380.

2.2 Il rapporto tra consulente e cliente

Nonostante l'offerta di strumenti finanziari sia in costante crescita per il pubblico retail, in Italia si continua a verificare una situazione in cui tradizionalmente vi è una propensione a forme di investimento liquide, come conti correnti e depositi. Se a ciò, aggiungiamo le crisi finanziarie degli ultimi anni, che hanno contribuito a ad una frenata negli investimenti in strumenti più “rischiosi” e a prendere parte attiva nel mercato, assieme alla crescente complessità dello scenario economico attuale che richiede oltre che adeguate capacità di gestione delle risorse, programmazione del risparmio nel tempo, ecco che la figura del consulente finanziario assume un ruolo fondamentale. Decisioni finanziarie poco ponderate, infatti, rischiano di ridurre il patrimonio dell'investitore, con effetti ancora più significativi in un contesto di welfare in diminuzione. Risulta semplice capire quindi le motivazioni che spingono una persona a far affidamento a un consulente finanziario, le quali, nella maggior parte dei casi deriva dalla competenza e dalla fiducia che il consulente agisca nell'interesse del cliente. In secondo luogo, un'altra motivazione trova fondamento nel pensiero dell'investitore, il quale ha poca fiducia nelle proprie capacità e timore quindi di agire in autonomia con il rischio di seguire scelte sbagliate. Infine, vi è la situazione in cui ci si affida al consulente basandosi sul valore aggiunto riferito al valore aggiunto del servizio che egli offre (“mi affido al consulente perché è più competente di me e mi consiglia bene”). Pertanto, come si può intuire, un aspetto fondamentale è la fiducia che il cliente ripone nei confronti del professionista, ovvero l'aspettativa e la speranza che egli compia azioni a beneficio di colui che gli si affida.

Per i risparmiatori italiani che si rivolgono a un consulente finanziario, il rapporto personale e la percezione di protezione sono più importanti dei meri rendimenti di portafoglio. La precedente affermazione deriva dall'indagine condotta da Vanguard (*Bluerating*, 2026)²⁰, dalla quale è emerso che il valore attribuito alla consulenza supera di gran lunga la semplice performance degli investimenti. Da tale risulta che il 74,4% del campione intervistato dichiara che grazie all'affiancamento di un consulente si sente più sicuro di raggiungere i propri obiettivi economici, mentre il 74,1% associa alla consulenza un maggior benessere psicologico. Il 66,4%, inoltre, spera grazie all'operato del consulente di potersi garantire un tenore di vita soddisfacente dopo il pensionamento.

Questi numeri mostrano come la fiducia interpersonale e la serenità trasmessa rappresentino pilastri fondamentali nella valutazione del servizio di consulenza e nella capacità di trattenere i

²⁰ *Bluerating*, “Consulenti: per gli investitori italiani conta più la fiducia della performance”, in: *Bluerating*, 2026.

clienti nel tempo. “Il nostro studio dimostra chiaramente che gli investitori desiderano consulenti che vadano oltre i numeri, che investano tempo, comprendano veramente i loro obiettivi e siano presenti nei momenti importanti”, commenta Fabrizio Zumbo, Senior Specialist dell’Advisory Research Centre di Vanguard e curatore dello studio. Egli sottolinea come molti consulenti abbiano già fatto proprio un metodo incentrato sulla persona. Ciononostante, ci sono ancora spazi di affinamento, specialmente su questioni sensibili quali la successione patrimoniale e la programmazione degli eventi familiari, ambiti che potrebbero essere trattati con maggiore prontezza e organicità. Il peso degli elementi affettivi e umani traspare anche dai motivi che conducono all’interruzione del rapporto tra professionista e cliente. Più di mille risparmiatori italiani seguiti da un consulente hanno evidenziato che la rottura deriva prevalentemente da ragioni legate alla sfera personale del consulente oppure alla qualità dell’assistenza ricevuta (80,5%), mentre soltanto nel 18% il distacco dei casi si ricollega all’andamento degli investimenti. Malgrado questi casi, il 95% del campione riconosce al proprio consulente un apporto positivo all’incremento del capitale. In media, gli intervistati attribuiscono al consulente un extra-rendimento percepito (alfa) del 5,7% annuo, al netto dei costi. In un’epoca sempre più digitale, pertanto, l’autentico elemento distintivo rimane la dimensione umana del rapporto, fondata sulla lealtà e sulla chiarezza. Inoltre, per il cliente, gli elementi maggiormente valorizzati nella relazione con il consulente sono la chiarezza riguardo alle commissioni (20,6%), i costi legati agli investimenti (19,8%) e l’offerta di un servizio tagliato su misura (18,7%). Inoltre, oltre tre quarti dei risparmiatori (79%) sono convinti che proprio la trasparenza sui compensi sia un fattore determinante per instaurare un rapporto di fiducia. I consulenti, dal canto loro, indicano sì la trasparenza come una questione rilevante (17%), ma il peso degli oneri di investimento e l’adattamento personalizzato del servizio non rientrano tra le loro principali preoccupazioni, evidenziando così una discrepanza con le attese della clientela. Il nodo della fiducia si conferma in ogni caso cruciale: il 95% degli investitori la giudica imprescindibile, ma quasi la metà confessa di non avere le idee chiare su come venga effettivamente retribuito il proprio consulente o sulle modalità con le quali quest’ultimo incassi provvigioni sui prodotti suggeriti. Un ulteriore scarto si registra sul fronte della personalizzazione. Appena un quinto dei clienti dichiara di ricevere con regolarità suggerimenti veramente cuciti sulle proprie esigenze, mentre il 40% dei consulenti afferma di proporli costantemente. Ridurre questo divario si profila come una sfida cruciale per consolidare la fiducia e tessere relazioni che durino nel tempo. I due aspetti principali su cui si basa questo rapporto consulente-cliente, nello svolgimento del servizio di consulenza sono riconducibili

alla soggettività del cliente e ai suoi obiettivi e interessi: l'orizzonte temporale e la tolleranza al rischio (Bluerating, 2026).

La prima cosa di cui si occupa il consulente, ancor prima di scegliere come e se investire, è definire il profilo finanziario del cliente, ossia capire i suoi obiettivi, le sue risorse disponibili, l'orizzonte temporale e la sua tolleranza al rischio.

Spesso la questione dell'orizzonte temporale rischia di entrare in conflitto con meccanismi psicologici come l'impazienza. Questa condizione si verifica nei casi in cui il cliente da subito o in breve tempo vuol vedere i primi risultati, oppure nei casi di incostanza nelle decisioni o ancora nei casi di mancanza di autodisciplina. Infatti, spesso, gli obiettivi che uno si pone, seppur ragionati, come ad esempio l'accantonamento di denaro, con il passare del tempo rischiano di finire in secondo piano, a favore di scelte sbagliate nella speranza che diano una soddisfazione immediata, con però la conseguente compromissione dell'obiettivo iniziale prestabilito (present bias).

Un esempio, tratto da uno scritto effettuato durante la World investor Week Italia tratto da Consob, è l'episodio delle sirene narrato nell'Odissea, il quale offre una metafora che fa capire come sia le trappole mentali che cambiano le decisioni nel tempo, sia i potenziali correttivi. Il piacere istantaneo (ascoltando il canto) può essere più attraente rispetto al comportamento prudente (salvarsi non ascoltando il canto), facendo perdere la rotta iniziale (Consob, 2017)²¹. Un esempio concreto che potrebbe attenuare questo problema potrebbe essere il ricorso ad un fondo pensione, che attenuerebbe questo concetto di miopia temporale.

Un altro aspetto fondamentale in grado di mettere a rischio la corretta determinazione dell'orizzonte temporale dell'investimento è la cosiddetta avversione al rischio, che rappresenta la combinazione tra una visione di brevissimo periodo e la paura delle perdite. L'esempio riportato da Consob fa riferimento all'investimento in azioni e obbligazioni: se si controlla spesso l'andamento del portafoglio di investimenti, la maggiore oscillazione dei titoli azionari potrebbe indirizzare l'investitore avverso alle perdite a ripiegare sulle obbligazioni, anche nella situazione in cui quest'ultime non rispecchiassero i suoi obiettivi (Consob, 2017). Questo problema potrebbe essere in parte sorvolato mettendo in evidenza i dati storici, orientando lo sguardo verso il lungo periodo nel caso in cui fosse la scelta più appropriata. La tolleranza al rischio assume un ruolo particolarmente complesso, per vari motivi. In primis, si può suddividere in due dimensioni: quella emotiva e quella economica. Non per forza vanno nella

²¹ Consob, "Il rischio finanziario e le sue varie dimensioni?", in *Rischio e investimento*, n. scheda 3, 2017, pp. 2-5.

stessa dimensione, infatti, un individuo potrebbe disporre di un grande patrimonio potrebbe essere avverso al rischio o viceversa. La capacità economica di affrontare un rischio finanziario dipende da una serie di fattori che possono essere il possesso di beni reali, come gli immobili, e di attività finanziarie, la provenienza e l'entità del reddito che si percepisce con regolarità e gli impegni economici da dover affrontare. Nel caso del reddito è bene considerare non solo quello personale, ma ove possibile, quello del nucleo familiare poiché si riesce a valutarne la stabilità, dal momento che la ripartizione delle entrate tra i componenti della famiglia condizionano i comportamenti di ciascun individuo e lo stesso discorso vale per le uscite.

Come riportato dal rapporto effettuato nella settimana del World Investor Week Italia (Consob, 2017), il concetto di rischio è soggettivo e articolato si in più fasi, elaborato soprattutto tramite euristiche, ovvero strategie e scelte che il soggetto attua nella gestione delle proprie decisioni finanziarie, le quali (euristiche) però spesso portano fuori strada. Infatti, come si evince dal rapporto, uno dei passaggi più delicati nel processo di un investimento è proprio il ricorso alle euristiche per interpretare la natura degli strumenti finanziari, e questi meccanismi entrano in gioco influenzando il modo in cui le informazioni vengono recepite ed elaborate. Per fare un esempio, l'euristica della familiarità, porta le persone a farsi condizionare soprattutto da nozioni facili da rievocare alla memoria, mentre l'ancoraggio, ad esempio, porta il soggetto a ad essere come "attratto" da un punto di partenza o da un dato di riferimento per l'individuo, fungendo da ancora, e limitando le successive valutazioni. Se si pensa all'acquisto di un titolo, nel momento in cui la quotazione dovesse scendere, l'individuo si ritroverebbe a trattenerne tale investimento fino a quanto per lo meno il prezzo non torni a quello iniziale di acquisto.

Un altro aspetto rilevante da menzionare è la contabilità mentale. Anch'essa porta a dubbi sulla percezione del rischio, ovvero l'attitudine a suddividere in "classi" le risorse in base a criteri personali. Spesso, ad esempio, si fa massima attenzione nell'utilizzo di risparmi derivanti dallo stipendio, mentre per le risorse legate ad entrate occasionali l'attenzione cala in modo notevole, e questo comportamento non è in linea con una gestione del portafoglio consapevole e prudente. Vi è inoltre, una differenza di genere riguardo all'assunzione del rischio; infatti, il genere femminile tende ad assumere comportamenti più cautelari rispetto al genere maschile, anche se questa differenza nel momento in cui le decisioni vengono prese in coppia, e quando le competenze finanziarie sono equivalenti, va scemando.

Per concludere, sottolineiamo nuovamente l'importanza della valutazione di adeguatezza, che viene anche richiamata dal legislatore europeo, che ha introdotto una normativa, la quale impone al consulente o all'intermediario creditizio, l'obbligo di accertarsi che lo strumento

finanziario sia in linea con il profilo del cliente. Quest'ultimo viene classificato in base alle competenze finanziarie, alla tipologia di prodotto specifica, alla sua condizione economica e ai suoi obiettivi di investimento. Questa verifica viene fatta dagli intermediari tramite il cosiddetto "questionario MiFID", che consiste in una serie di domande volte a raccogliere le informazioni necessarie per il procedimento. Non vi è una standardizzazione univoca di questo questionario, ma nel caso in cui non vengano raccolte le informazioni necessarie, al consulente viene vietata l'erogazione del servizio di consulenza, tant'è che un risparmio consapevole deve avere come basi un coinvolgimento attivo nello scambio di informazioni e una diffidenza verso chi non sollecita la richiesta delle informazioni descritte. Secondo le rilevazioni Consob, però, risulta che gran parte degli investitori non ha piena contezza degli elementi da soppesare prima di procedere: nello specifico, solo il 24% degli interpellati tiene conto dell'orizzonte temporale, il 18% degli scopi prefissati, il 15% delle prospettive di rendimento e della capacità economica di esporsi al rischio, mentre quasi il 39% non dichiara di possedere una particolare predisposizione verso le scelte d'investimento. A ciò si aggiunge che la maggior parte dei clienti non realizza appieno come la bontà della consulenza ricevuta dipenda anche dai ragguagli forniti al professionista, e si limita a condividere con l'intermediario solo una parte parziale delle informazioni necessarie a valutare l'appropriatezza del servizio offerto (Consob, 2017).

2.3 La propensione per investimenti ESG

Come riportato da Mautone nel rapporto pubblicato su Assoreti, il ruolo del consulente finanziario assume grande rilievo anche nei confronti degli imprenditori, per affiancarli nell'attuale fase di transizione verso un'economia più sostenibile, infatti oggi le imprese oltre alla classica ricerca di gestione delle risorse finanziarie in modo ottimale, hanno bisogno di orientarsi verso una realizzazione di azioni che rispondano ai nuovi parametri ambientali, sociali e di governance (ESG). In questo cambiamento delle imprese verso una transizione ecologica, il consulente come detto diventa interlocutore fondamentale oltre che per affrontare le nuove sfide anche per cogliere le nuove opportunità. È particolarmente importante la funzione che egli svolge nell'interpretazione del nuovo quadro normativo, con particolare attenzione alle nuove disposizioni CSRD e SFDR. Quindi i consulenti ad oggi non si limitano a offrire supporto nella pianificazione strategica e nella gestione del rischio, ma offrono un supporto a tutto tondo, contribuendo a individuare prospettive di crescita sostenibile e indirizzare le aziende verso l'accesso a finanziamenti agevolati destinati a progetti di transizione ecologica. Grazie alle loro competenze e conoscenze dei mercati e strumenti finanziari, essi diventano partner imprescindibili per l'imprenditore, agevolando la raccolta di capitali, migliorando gli asset aziendali e favorendo l'adozione di queste pratiche sostenibili (Mautone, 2025)²².

Ad oggi nelle strategie aziendali il tema della transizione ecologica assume una posizione centrale, anche a seguito dell'introduzione di stringenti normative e della maggiore sensibilità verso i cambiamenti climatici, sia a livello nazionale che internazionale, che implicano una riduzione delle emissioni inquinanti e incentivano un maggior rispetto per l'ambiente. Chiaramente questo nuovo scenario, per le imprese rappresenta oltre che una sfida, anche una nuova opportunità di crescita e sviluppo, poiché se da un lato le nuove stringenti normative portano a un rigoroso quadro da dover rispettare, dall'altro nascono nuove possibilità di investimento e crescita legate alle tecnologie verdi, che se colte prontamente possono portare ad un vantaggio competitivo.

Queste nuove introduzioni, con le imprese portate a rivedere i propri modelli di business, con l'integrazione di pratiche che riducano l'impatto ambientale e che promuovano la sostenibilità nel lungo periodo, inducono non solo a cambiamenti tecnologici a basse emissioni, ma a una

²² Mautone, R., "Investimenti ESG: La Chiave dei Consulenti Finanziari per Guidare le Imprenditorialità Verso un Futuro Sostenibile", in: *Financial insight Assoreti*, 2025, pp. 1-10.

ridefinizione dell'intero processo produttivo e distributivo, dell'approvvigionamento e scelta delle materie prime e di un'attenta gestione dei rifiuti. Un tale cambiamento non è pensabile nel breve periodo ed è necessaria una programmazione meticolosa sotto il profilo finanziario.

I provvedimenti normativi in campo ambientale, come l'Accordo di Parigi del 2015 e il Green Deal europeo²³, hanno stabilito traguardi impegnativi per la diminuzione delle emissioni di CO₂, con l'obiettivo di giungere a un'economia a impatto zero entro il 2050 (Mautone, 2025). Di conseguenza le imprese devono adeguarsi velocemente a tali prescrizioni e il consulente finanziario nuovamente si rivela protagonista nell'orientare le imprese in tale direzione. Lo fa su vari aspetti: dalla pianificazione economica, all'ottenimento di crediti agevolati, nella valutazione dei pericoli e dei rischi legati a tale transizione, fino all'impiego e alla gestione di soluzioni innovative per l'amministrazione del capitale aziendale. Un'attenzione particolare va inoltre posta agli investimenti iniziali per effettuare questa transizione. Il compito del consulente è quindi quello di "guidare" l'imprenditore in questa transizione, e indurre a un'allocazione ottimale delle risorse in concomitanza con un impatto ambientale positivo. Si occupa quindi di aiutare nell'individuazione di fonti di finanziamento in modo da ottenere capitale a condizioni economiche vantaggiose; si può ad esempio adottare nuove tecnologie, migliorare l'efficienza energetica delle sedi di produzione, riconfigurare le catene di fornitura secondo i principi di economia circolare. Il consulente può contare su molteplici canali di finanziamento per orientare gli investimenti verso progetti sostenibili, come ad esempio lo stanziamento di risorse nell'ambito delle iniziative legate al Green Deal europeo da parte dell'Unione Europea, oppure gli strumenti di agevolazione fiscale e credito agevolato in favore delle imprese che si impegnano nel rispettare i vincoli prestabiliti delle emissioni e delle tecnologie a basso impatto ambientale. Come riportato dal report di Financial insight Assoreti, tra gli strumenti più utilizzati a questo scopo, spiccano i green bond, le linee di credito legate a parametri ESG (ESG-linked) e i prestiti sostenibili. Questi ultimi offrono alle aziende che rispettano determinati standard di sostenibilità condizioni più favorevoli. Questo processo di transizione non è semplice e spesso si manifestano grandi costi iniziali e incertezze derivanti da un quadro normativo in costante evoluzione. Le aziende devono affrontare al giorno d'oggi grandi oscillazioni di prezzo delle materie prime e il rischio di incorrere in sanzioni per la mancata conformità alle disposizioni ambientali. L'identificazione e il contenimento di tali rischi sono compiti che spettano al consulente, il quale attua strategie di copertura finanziaria e

²³ Strategia di crescita dell'UE per trasformare l'Europa nel primo continente a impatto climatico zero entro il 2050; mira a ridurre le emissioni nette di gas serra di almeno il 55% entro il 2030 (rispetto ai livelli del 1990), puntando su energia pulita, economia circolare, edilizia sostenibile e mobilità sostenibile (Commissione europea, 2019).

orienta gli investimenti verso soluzioni in grado di resistere alle fluttuazioni dei mercati. Come già detto è fondamentale integrare i criteri ESG in questo percorso di transizione integrandoli nelle strategie aziendali. La sostenibilità perciò non risulta più solo un adempimento normativo ma un'opportunità per il miglioramento della redditività nel lungo periodo e un mezzo per ottenere vantaggi competitivi.

A seguito dell'entrata in vigore di normative quali la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) nel settembre 2024, e la SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) nel marzo 2021, le imprese sono tenute a fornire una rendicontazione sempre più analitica e trasparente in merito al proprio impatto ambientale e sociale con la redazione del bilancio sociale (non obbligatorio per tutte le tipologie di aziende). In questo quadro regolamentare, la figura del consulente finanziario si occupa di garantire l'adeguamento dell'impresa a tali disposizioni, assistendola nella redazione di report informativi chiari e conformi agli standard richiesti sia dalle autorità di vigilanza sia dalla comunità degli investitori.

Il concetto di finanza sostenibile si è rapidamente imposto come una delle tendenze più rilevanti nel panorama degli investimenti, riflettendo la crescente centralità attribuita ai fattori ESG (Environmental, Social, and Governance). Tali criteri sono divenuti elementi imprescindibili per valutare l'impatto complessivo delle attività economiche, superando la tradizionale prospettiva fondata esclusivamente sui risultati finanziari. L'integrazione delle dimensioni ambientale, sociale e di governance nei processi decisionali di investimento ha dato il via ad un vero mutamento di paradigma, determinato tanto dall'evoluzione del quadro normativo quanto da una accresciuta sensibilità da parte di investitori e consumatori, bilanciando il raggiungimento del rendiconto economico con la responsabilità verso il sociale e l'ambiente. I fattori ESG, con il passare del tempo, si sono tramutati da parametri complementari all'analisi finanziaria a pilastri fondamentali nelle scelte di allocazione del capitale.

Tra i principali strumenti della finanza sostenibile assumono particolare rilievo i green bonds, obbligazioni la cui emissione è finalizzata al finanziamento di progetti caratterizzati da un impatto ambientale positivo, quali la realizzazione di infrastrutture a basse emissioni o l'implementazione di tecnologie pulite. Questi strumenti hanno registrato una rapida diffusione negli ultimi anni, trainata dalla crescente domanda da parte degli investitori e dal sostegno offerto dalle istituzioni finanziarie internazionali. Per le imprese, i green bond rappresentano un canale privilegiato per la raccolta di capitali destinati a iniziative sostenibili, offrendo al contempo agli investitori adeguate garanzie di trasparenza in merito alla destinazione dei fondi. Inoltre, si osserva una pressione crescente esercitata dagli investitori nei confronti delle società

affinché queste migliorino le proprie pratiche in materia ESG. Attraverso meccanismi quali l'engagement e l'esercizio attivo del diritto di voto, gli investitori sono in grado di influenzare le scelte strategiche aziendali, sollecitando un maggiore impegno su temi cruciali quali la parità di genere, la riduzione delle emissioni di carbonio e la diversità all'interno dei consigli di amministrazione, contribuendo così a innalzare gli standard di trasparenza e responsabilità. Negli ultimi anni, le autorità di regolamentazione hanno esercitato un ruolo fondamentale nella diffusione dei criteri ESG e nel consolidamento della finanza sostenibile. In questo contesto, l'Unione Europea ha optato per l'introduzione di un quadro normativo volto a rafforzare la trasparenza e la responsabilità delle imprese in materia di sostenibilità, tra cui assumono particolare rilievo la SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) e la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), già menzionate in precedenza (Mautone, 2025).

La SFDR, in particolare, impone agli operatori finanziari l'obbligo di rendere note informazioni analitiche circa il livello di sostenibilità dei propri prodotti di investimento, consentendo in tal modo agli investitori di compiere scelte più ponderate e informate.

La CSRD, invece, estende gli obblighi di rendicontazione alle imprese di grandi dimensioni, richiedendo loro di documentare in maniera dettagliata il proprio impatto ambientale e sociale (bilancio sociale), e garantendo così un flusso informativo più completo e trasparente nei confronti degli investitori e degli stakeholder.

Anche in Italia gli investimenti sostenibili (ESG) stanno progressivamente entrando nei portafogli dei cittadini, grazie sia alla maggior sensibilità dell'opinione pubblica e del mondo produttivo verso tematiche ambientali e sociali, sia all'evoluzione di un quadro normativo che incoraggia a integrare tali parametri nei processi decisionali. Inoltre, questa transizione mette in risalto come cambiano le composizioni dei portafogli; banche, gestori di fondi e investitori istituzionali hanno ridefinito il modo in cui selezionano gli investimenti. Un'altra importante menzione va fatta alle opportunità connesse all'utilizzo di fondi pubblici, con riferimento al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), il quale consiste nell'erogazione di risorse con il fine di promuovere la transizione ecologica e l'innovazione sostenibile nel paese. Alle imprese italiane offre la possibilità di accedere a finanziamenti per la decarbonizzazione, il miglioramento dell'efficienza energetica, lo sviluppo di infrastrutture verdi e la digitalizzazione dei processi. Nonostante ciò, la piena realizzazione di questo scenario risulta comunque un percorso lungo e complesso e impone alle imprese di adeguarsi con rapidità alle nuove disposizioni. Infatti, per ottenere un vantaggio competitivo da tali innovazioni, la trasparenza dell'informazione e la capacità di documentare l'impatto delle proprie attività, si configurano

come requisiti imprescindibili, anche per attrarre risorse finanziarie e consolidare i rapporti con gli stakeholders. Il posizionamento virtuoso in ambito ESG, infatti, non solo contribuisce al rafforzamento della reputazione aziendale, ma apre altresì la strada a nuove prospettive di sviluppo, collocando l'impresa in una traiettoria di crescita sostenibile e allineata con le trasformazioni in atto nel sistema economico e finanziario. In conclusione, gli investimenti ESG si configurano non soltanto come una nuova frontiera per il sistema economico italiano, ma anche come un'opportunità per ridefinire i modelli di business e generare valore in una prospettiva di lungo periodo, rappresentando al contempo lo strumento attraverso cui i consulenti finanziari possono orientare le imprese verso un futuro sostenibile. L'interazione sinergica tra strumenti finanziari innovativi, l'impegno crescente del sistema bancario nazionale nella promozione della sostenibilità e le iniziative politiche promosse in sede europea concorrono a delineare un ecosistema favorevole alla diffusione di pratiche responsabili e sostenibili. Attraverso un'integrazione sempre più pervasiva dei criteri ESG nei processi decisionali e nelle scelte di investimento, il mercato italiano potrà proseguire il proprio percorso di crescita sostenibile, generando benefici duraturi sul piano economico, ambientale e sociale.

2.4 La performance degli investimenti ESG

Per contestualizzare le performance passate e le possibili performance future degli investimenti ESG (environmental, social and governance) dobbiamo partire da un confronto con le performance degli investimenti tradizionali (ossia non ESG). Facendo riferimento alla relazione di Deutsche Bank, *perspective special* (Muller & Sacco, 2025)²⁴ si delineano le diverse modalità con cui possono avvenire questi confronti, i loro limiti e gli insegnamenti che si possono trarre per la gestione di portafoglio, poiché gli investimenti ESG possono essere effettuati in diversi modi, coinvolgendo più obiettivi attraverso le componenti ambientali, sociali e di governance e possono essere effettuati tramite più classi di attivo, sia liquide che illiquide. Essi possono essere messi in atto a livello di singolo progetto, attraverso l'individuazione attiva di singoli asset, o a livello più passivo con i portafogli attraverso fondi ESG. Quindi, come possiamo notare, non esiste una definizione univoca di cosa sia un investimento ESG e dei risultati che ne possono derivare. La diffusione di indici ESG basati su strumenti finanziari quotati, quali le azioni, i cui prezzi sono disponibili con elevata frequenza e trasparenza, ha favorito l'utilizzo di questi stessi indici come *proxy* delle performance degli investimenti sostenibili. Sebbene esista una molteplicità di tali indici, raramente la loro composizione risulta perfettamente allineata sia con l'effettiva struttura del portafoglio ESG di un singolo investitore, sia con gli obiettivi specifici che quest'ultimo persegue. Un primo strumento per l'analisi delle performance relative è rappresentato dal confronto tra l'indice ESG globale più ampiamente utilizzato, l'MSCI World Screened, e l'indice MSCI World di riferimento. Un'analisi di dettaglio a livello sia settoriale sia geografico consente di individuare alcune delle cause alla base delle divergenze tra i due indici. Tale approccio si rivela utile anche per la comparazione delle performance di investimenti specifici. A titolo esemplificativo, si consideri l'andamento degli investimenti nel settore dell'energia pulita nel corso dell'ultimo quinquennio, illustrato nella Figura 2 attraverso l'indice S&P Global Clean Energy Transition. Tale indice è composto da imprese operanti nel settore dell'energia pulita ed è sottoposto a una serie di filtri selettivi finalizzati a contenere il numero dei componenti entro un target di 100 società.

²⁴ Muller, M., Sacco, D., "La performance degli investimenti ESG Tra driver e strategie di gestione", in: *Perspectives special*, 2025, pp. 3-5 7-9.

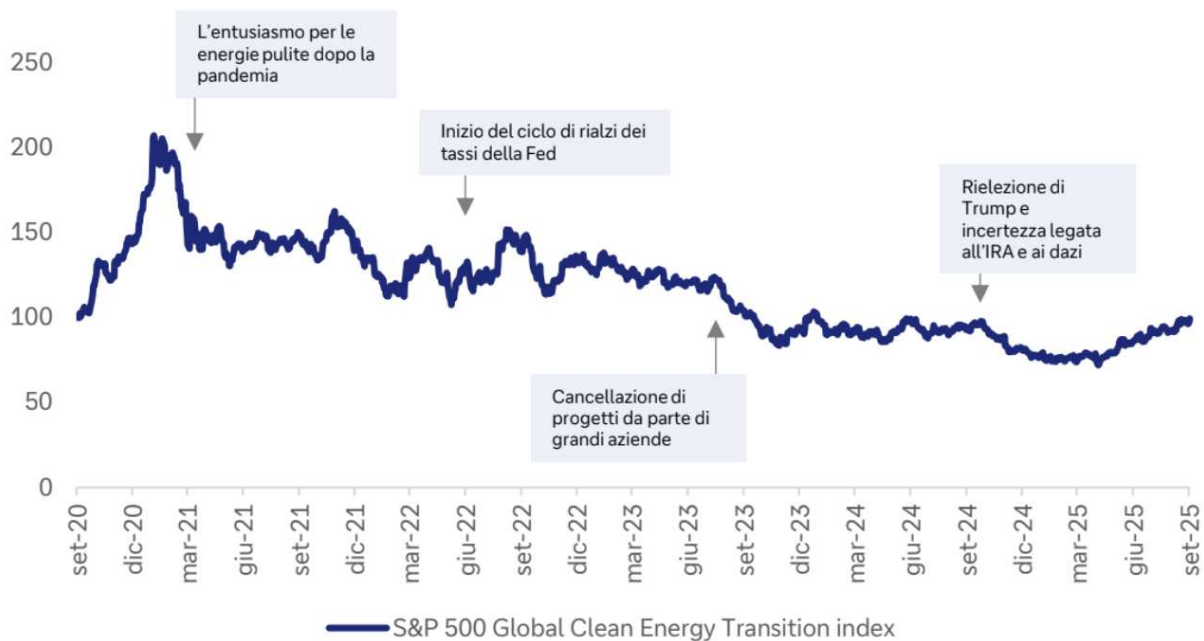


Figura 1: performance indice S&P Global Clean Energy Transition: i driver (Muller & Sacco, 2025).

Come evidenziato nel grafico, il quinquennio in esame si apre con una fase di netta ripresa dei titoli del settore dell'energia pulita, in seguito al crollo registrato all'inizio della pandemia di COVID-19, periodo caratterizzato da un'ampia incertezza riguardo alla futura domanda energetica globale. Successivamente, l'escalation del conflitto tra Russia e Ucraina nel febbraio 2022 ha determinato un forte incremento dei prezzi di petrolio e gas naturale. In questo contesto di crisi energetica, le società operanti nel settore delle energie rinnovabili hanno inizialmente beneficiato delle tensioni legate all'insicurezza degli approvvigionamenti. Tuttavia, l'avvio del ciclo di inasprimento della politica monetaria da parte della Federal Reserve²⁵ nel marzo 2022 ha introdotto nuove pressioni finanziarie. Numerosi progetti nel settore dell'energia pulita, caratterizzati da flussi di cassa attesi su un orizzonte temporale esteso, hanno subito gli effetti dell'aumento dei tassi di sconto, con conseguente riduzione del loro valore attuale. Questo fenomeno, unitamente a criticità specifiche del comparto, ha contribuito alla cancellazione di una molteplicità di progetti nella prima metà del 2023, esercitando ulteriori pressioni al ribasso sui relativi corsi azionari. La rielezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti ha introdotto un ulteriore elemento di volatilità. L'incertezza circa il futuro orientamento delle politiche di sostegno al settore dell'energia pulita ha accentuato la fase ribassista tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025. Ciononostante, negli ultimi mesi, l'annuncio della prosecuzione di una parte di tali misure di sostegno fino al 2030 ha favorito una generale ripresa dei titoli del settore.

²⁵ Fed, banca centrale degli Stati Uniti.

A questi andamenti si sono sovrapposti altri fattori, quali il crescente protagonismo della Cina nella produzione di impianti solari ed eolici offshore. Da questa analisi possiamo trarre due tipologie di riflessioni. In primo luogo, si conferma il ruolo determinante delle politiche pubbliche per i settori legati alla sostenibilità: variazioni nel quadro normativo e di incentivazione possono tradursi in significative oscillazioni nella performance degli investimenti, quantomeno nel breve termine. Una seconda riflessione, di natura più articolata, riguarda l'eterogeneità dei fattori che influenzano la performance di un singolo investimento ESG (Environmental, Social, Governance). Nel corso dell'ultimo quinquennio, il comparto dell'energia pulita è stato influenzato da eventi geopolitici (conflitto ucraino), dinamiche macroeconomiche (innalzamento dei tassi di interesse) e trasformazioni strutturali a livello settoriale (innovazioni tecnologiche, crescente concorrenza da parte di operatori cinesi e processi di consolidamento industriale). È importante notare come tali fattori incidano anche sugli investimenti tradizionali, non classificati come ESG. Il tema centrale per gli investitori diviene pertanto quello di comprendere se e in quale misura gli investimenti sostenibili siano esposti in modo differenziato a queste variabili, e per quale arco temporale. Negli Stati Uniti, ad esempio, la performance degli investimenti ESG nel 2024 è risultata favorevole grazie al peso significativo di grandi capitalizzazioni con elevate valutazioni ESG; tale caratteristica, invece, si è rivelata un fattore di freno nel corso del 2025. In Europa, il sottopeso del comparto aerospaziale e della difesa all'interno dell'indice ESG europeo ha costituito un elemento di limitazione della performance nell'anno in corso (Muller & Sacco, 2025).

Come abbiamo visto, le modalità attraverso cui è possibile realizzare investimenti sostenibili si collocano lungo un ampio spettro operativo, che spazia dai mercati regolamentati agli interventi diretti in iniziative specifiche. Allo stesso modo in cui avviene per un portafoglio tradizionale, la performance finanziaria di un portafoglio orientato secondo criteri ESG dipende dalla corretta selezione degli strumenti finanziari, dall'allocazione strategica delle attività (strategic asset allocation) e da un'adeguata gestione dei rischi. Tuttavia, un portafoglio ESG deve confrontarsi anche con vincoli di natura ambientale, sociale e di governance e richiede una valutazione delle sue capacità di raggiungere obiettivi di lungo periodo e di carattere non finanziario, come la riduzione delle emissioni di carbonio. Nel tempo, la disciplina di nuovi dati e l'evoluzione delle metodologie di analisi hanno permesso una valutazione sempre più dettagliata degli investimenti in base ai criteri ESG. Ciò consente oggi agli investitori di adottare un approccio selettivo all'interno di settori o classi d'attività, privilegiando imprese o iniziative considerate virtuose nei rispettivi ambiti di appartenenza. Tale strategia di selezione, nota come best in class,

può talvolta riguardare anche settori complessi qualora le imprese siano riconosciute come protagoniste nel percorso di transizione sostenibile. Ciononostante, gran parte dei portafogli ESG include anche meccanismi di esclusione, espliciti o impliciti, di determinate industrie, riflettendo le preferenze degli investitori. Tale orientamento trova riscontro nelle costruzioni di indici e fondi ESG; a questo proposito è importante la composizione dell'indice MSCI World Screened, che include selettività e filtri negativi (MSCI, 2023)²⁶. Accanto a queste strategie di esclusione, gli investitori possono richiedere l'inclusione mirata di determinati titoli o attività. La capacità di bilanciare efficacemente questi due approcci risulta determinante per soddisfare le esigenze della clientela. Tali scelte possono variare significativamente in funzione del contesto nazionale o di specifiche appartenenze religiose, inoltre, l'equilibrio tra i criteri di selezione e le strategie di esclusione/inclusione può evolvere nel tempo in risposta ai cambiamenti delle condizioni di mercato, delle normative e delle sensibilità sociali.

Una delle criticità storicamente sollevate in relazione agli investimenti sostenibili riguarda l'imposizione di esclusioni che restringono l'universo investibile. Tale limitazione potrebbe tradursi in un impatto negativo sulla performance, qualora vengano esclusi dal portafoglio investimenti caratterizzati da rendimenti superiori alla media. A livello di singole società, l'effetto dell'esclusione sulla performance complessiva del portafoglio sembra essere contenuto; tuttavia, le esclusioni operate a livello settoriale possono determinare scostamenti significativi rispetto all'andamento del mercato globale. Un esempio emblematico lo possiamo vedere nel 2022, quando l'incremento dei prezzi delle materie prime energetiche, conseguente all'inizio del conflitto tra Russia e Ucraina, ha penalizzato i portafogli ESG che escludevano gli investimenti in combustibili fossili. Analogamente, il recente rialzo dei titoli europei del settore della difesa, alimentato dalle prospettive di un incremento strutturale della spesa militare in Europa, ha inciso negativamente sulla performance relativa di quei portafogli sostenibili che adottano criteri di esclusione nei confronti di tale settore (Mautone, 2025). Nel lungo periodo, la questione cruciale riguarda piuttosto la rapidità e l'intensità con cui tali divergenze di performance vengono colmate. Nel caso degli investimenti in combustibili fossili, le strategie ESG che ne prevedevano l'esclusione hanno registrato un recupero relativamente rapido a seguito dello shock iniziale. Il rialzo dei titoli del settore, alimentato dall'aspettativa di prolungate tensioni nell'approvvigionamento energetico e di conseguenti profitti straordinari per le imprese del comparto, si è infatti rapidamente invertito, riducendo la differenza di performance accumulata in precedenza. Diversamente potrebbe risultare il caso della spesa per

²⁶ MSCI, "MSCI ESG Screened Indexes Methodology", in: MSCI, 2023, pp. 3-4.

la difesa in Europa. Data la natura strutturale e ricorrente di gran parte di tali stanziamenti, l'impennata dei titoli del comparto potrebbe configurarsi come una tendenza di lungo periodo. In tal caso, le implicazioni per le performance future delle strategie ESG in ambito europeo sarebbero più durature. Tale situazione ha alimentato un dibattito sulla legittimità dell'inclusione o dell'esclusione del settore della difesa nei fondi ESG e nelle strategie di investimento sostenibile.

Alla luce di quanto riportato, l'atteggiamento nei confronti dell'esclusione del settore della difesa dagli investimenti ESG sta progressivamente cambiando. Morningstar ha rilevato che, alla fine del terzo trimestre 2023, oltre 1.200 fondi azionari europei classificati come ESG presentavano esposizione al settore aerospaziale e della difesa, segnalando un incremento del 25% rispetto al periodo precedente l'invasione russa dell'Ucraina (Schwartzkopff, 2023)²⁷. Questa evidenza suggerisce una riflessione più ampia: se da un lato il pianeta si confronta con vincoli fisico-ambientali inevitabili, dall'altro lato l'ESG va inteso come un costrutto sociale, plasmato dal consenso prevalente in merito a ciò che è considerato accettabile o auspicabile nell'affrontare questioni ambientali e sociali. Tale consenso, a sua volta, condiziona le preferenze e le scelte degli investitori. All'interno del perimetro ESG possono coesistere prospettive differenti. Per questa ragione, in ottica di investimento appare opportuno evitare un approccio dicotomico rispetto a ciò che merita o meno di essere incluso in un portafoglio. L'approccio che è meglio seguire consiste nell'utilizzare l'ESG come strumento per acquisire una comprensione più specifica delle attività finanziarie e delle modalità con cui esse possono concorrere al raggiungimento degli obiettivi futuri di un portafoglio. Un singolo punteggio ESG, non è in grado di cogliere appieno le opportunità di investimento specifiche generate dalla transizione sostenibile nel mondo reale, e tali opportunità si manifestano tanto all'interno dei settori tradizionali, quanto attraverso nuovi approcci di investimento, come ad esempio i crediti naturali. Inoltre, i punteggi ESG possono offrire un nuovo livello informativo aggiuntivo, che è in grado di supportare gli investitori nel valutare quali imprese siano meglio posizionate per intraprendere con successo il percorso di transizione verso la sostenibilità. La performance dei portafogli ESG è influenzata non solo dalle scelte di investimento, ma anche dalle modalità di costituzione degli stessi e dal perseguire obiettivi sostenibili. I portafogli caratterizzati da restrizioni settoriali limitate e da obiettivi ESG di natura generica possono essere gestiti in maniera efficace attraverso approcci standardizzati di asset allocation e gestione del rischio, i quali risultano spesso più efficienti in termini di costi. Negli ultimi cinque anni, gli indici

²⁷ Schwartzkopff, F., "Asset managers quietly add 'ESG' to portfolios of defence stocks", in: *The west Australian*, 2023.

azionari ESG, comunemente impiegati come indicatori delle performance degli investimenti sostenibili, hanno registrato un andamento globale tendenzialmente allineato a quello degli indici tradizionali, sebbene si osservino periodi di divergenza. L'analisi della composizione settoriale di tali indici consente di identificare le potenziali cause di tali scostamenti, riconducibili a fattori quali politiche pubbliche, eventi geopolitici, dinamiche macroeconomiche e processi di consolidamento aziendale settoriale. In questo contesto, sia a livello settoriale che geografico, risulta determinante un'analisi approfondita delle caratteristiche specifiche degli indici utilizzati, poiché la loro composizione influenza in modo significativo i risultati di investimento e, peraltro, tali indici evolvono nel tempo. A livello di portafoglio, la performance degli investimenti, sia ESG che tradizionali, dipende dalla modalità di selezione dei singoli titoli, Ehi dalle scelte di asset allocation strategica, oltre che dalla gestione del rischio. Nel caso specifico di portafogli ESG, possono inoltre aggiungersi obiettivi di natura non finanziaria. Le metodologie di scoring ESG favoriscono la selezione degli asset secondo criteri "best in class", mentre le esclusioni settoriali costituiscono un elemento ricorrente nella costruzione di molti portafogli sostenibili. I portafogli che applicano tali esclusioni possono presentare performance divergenti rispetto al mercato di riferimento. Per gli investitori diventa quindi centrale comprendere la rapidità e l'intensità con cui tali divergenze tendono a rientrare. In generale, i portafogli ESG Ehi caratterizzati da restrizioni settoriali contenute da obiettivi di sostenibilità di ampio respiro possono essere gestiti in modo economicamente efficiente attraverso approcci standardizzati di asset allocation e gestione del rischio. Viceversa, il portafogli orientati al raggiungimento di obiettivi ESG più specifici, che trascendono le finalità strettamente finanziarie, richiedono verosimilmente strategie di gestione personalizzate. Nel tempo, è prevedibile che cambi anche il consenso in merito ai settori o agli asset da includere o escludere in un portafoglio ESG. Potrebbe altresì verificarsi una rivisitazione della funzione stessa degli investimenti ESG: l'attenzione potrebbe spostarsi da logiche meramente restrittive a un impiego dell'ESG come strumento predittivo della capacità di adattamento delle imprese alle transazioni economiche e delle loro prospettive di rendimento. Alcuni investitori potrebbero giungere a considerare l'ESG non come un elemento accessorio ma come centro delle direttrici di lungo periodo attorno a cui articolare le scelte di portafoglio. Infine, poiché l'ESG rappresenta un costrutto sociale, gli approcci a esso collegati continueranno a evolversi parallelamente ai mutamenti delle idee, degli obiettivi e delle aspirazioni collettive. Per tale ragione, unitamente ai fattori di breve periodo di cui abbiamo parlato in precedenza, la valutazione della performance degli investimenti sostenibili richiederà sempre un'attenta analisi dei dettagli specifici. Ciò nonostante, l'investimento ESG rimarrà uno

strumento in grado di coniugare la ricerca di rendimento finanziario con la generazione di un impatto positivo sul contesto sociale ambientale (Mautone, 2025).

Capitolo 3

3.1 La normativa precedente a MiFID

Nel corso degli anni, la disciplina della consulenza finanziaria è stata oggetto di significative evoluzioni sul piano interpretativo. La regolamentazione in esame affonda le proprie radici sulla c.d. legge SIM n. 1/1991 che, per la prima volta, riservava l'esercizio di tale servizio esclusivamente ad alcuni soggetti, tra cui le SIM e gli intermediari creditizi, previa autorizzazione fornita dalla Banca d'Italia. Tuttavia, già a partire dal 1996, con il Decreto EuroSIM (d.lgs. n. 415/1996), il servizio di consulenza in materia di strumenti finanziari veniva ridimensionato a servizio accessorio, liberalizzandolo e sottraendolo dall'elenco di attività riservate in via esclusiva alle SIM. Tale impostazione è stata confermata in seguito con l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (T.U.F.), secondo cui la consulenza finanziaria si configurava come attività libera, esercitabile da persone fisiche o giuridiche al di fuori del perimetro di controllo della Consob e della Banca d'Italia. In ultimo, come risultato dell'attuazione della direttiva MiFID I (direttiva 2004/39/CE), la consulenza in materia di investimenti ha subito un'ulteriore riqualificazione nel 2007, rientrando nuovamente tra i servizi di investimento. Conseguentemente, la materia in oggetto è stata sottoposta ex novo al regime di riserva e autorizzazione.

Nello specifico, la nozione di consulenza finanziaria introdotta dalla MiFID I permane tuttora in vigore: ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, n. 4, essa consiste nella *“prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, su sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari”* (MEF, 2004)²⁸.

²⁸ MEF Dipartimento delle finanze, “Direttiva Comunità Europea del 21/04/2004 n. 39”, in: *Gazzetta Ufficiale*, n. 145, 2004.

3.1.1 La legge Sim del '91

Un grande cambiamento è segnato nel gennaio del 1991 quando venne emanata la legge SIM, la quale, per la prima volta, inaugurava una disciplina organica dell'attività di intermediazione mobiliare. L'introduzione di tale normativa evidenzia, in particolare, il rilievo centrale attribuito al servizio di consulenza in materia di valori mobiliari. Tuttavia, al fine di comprendere in modo più sistematico le ragioni e le circostanze che hanno determinato tali evoluzioni, è necessario inquadrare il contesto normativo dell'epoca. Risulta infatti fondamentale osservare che fino agli anni Ottanta non sussisteva una disciplina organica in materia di mercati finanziari, a eccezione della regolamentazione limitata alla borsa valori. All'interno di tale contesto, agenti di cambio e banche svolgevano un ruolo cardine. Da un lato, gli agenti di cambio, dediti prevalentemente all'attività di negoziazione, si contraddistinguevano per la natura fiduciaria del rapporto con la clientela, sebbene all'epoca tale aspetto non suscitò particolare interesse da parte della dottrina. Dall'altro lato le banche, che operavano accanto a essi, detenevano di fatto il monopolio dell'attività di intermediazione finanziaria. In particolare, tale condizione si originava, al tempo, dall'assenza di figure o istituti di dimensioni tali da poter competere con esse.

Solo in un secondo momento, a partire dagli anni Settanta, diversi fattori guidarono l'ente legislativo verso l'inserimento di nuove figure giuridiche e l'elaborazione di una disciplina organica dedicata ai mercati borsistici e ai servizi connessi. Tra queste introduzioni si annoverano: il crescente ricorso al pubblico risparmio, la diffusione di titoli differenti rispetto a quelli tradizionalmente negoziati, l'emergere dell'esigenza di maggiore protezione verso gli investitori (la quale porterà successivamente a una specifica regolamentazione dei servizi di investimento) e il progresso tecnologico (il quale favorì ulteriormente la diffusione di servizi extra-borsistici e l'espansione dei mercati finanziari in termini di volumi di ordini e numero di partecipanti). Inoltre, diverse furono le istituzioni introdotte dal legislatore in tale periodo, tra le quali si riportano:

- La Consob nel 1974;
- I fondi comuni di investimento mobiliare nel 1983;
- Le Società di intermediazione mobiliare (SIM) nel 1991;
- Le società di investimento a capitale variabile (SICAV) nel 1992.

Tali cambiamenti determinarono l'avvento della Legge SIM, recante la dicitura "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari", la quale introdusse una pura innovazione, traslando l'oggetto della

regolamentazione dai soggetti alle attività e ai servizi da questi prestati. Di particolare rilievo fu l'inclusione della consulenza finanziaria tra "le attività di intermediazione mobiliare" (art. 1, comma 1, lett. e), il cui "esercizio professionale [...] è riservato alle società di intermediazione mobiliare" e ad altri soggetti, quali banche, società fiduciarie e agenti di cambio. Inoltre, l'esercizio di tale attività era subordinato all'iscrizione in un apposito albo tenuto dalla Consob per le SIM, a differenza di altri istituti per i quali era richiesta la preventiva autorizzazione della Banca d'Italia. In particolare, due novità cruciali apportate all'impianto normativo sino ad allora vigente furono, da un lato, la mancata specificazione delle tipologie di valori mobiliari oggetto di scambio, che di fatto causò l'apertura di mercati non regolamentati, e dall'altro, l'assenza di una finalità di acquisto o vendita quale presupposto della consulenza.

Ad oggi, tali introduzioni rappresentano un chiaro segnale di come, con la legge del 1991, ci si stesse progressivamente orientando verso una concezione che superava i limiti imposti dalla borsa valori e che concepiva l'attività consulenziale come autonoma e rilevante. Ciononostante, dal tenore della legge non è possibile ricavare ulteriori elementi, rendendo così necessario il ricorso alla normativa secondaria e alle disposizioni emanate dalla Consob. In particolare, l'attenzione è da orientare verso la definizione di consulenza fornita dalla Consob, in cui si precisa che essa consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso (Consob, 1988)²⁹. Da tale definizione è possibile dedurre il carattere personalizzato dell'attività, rapportata alla consistenza patrimoniale e agli obiettivi di ciascun cliente. Tuttavia, sebbene tale tratto distintivo possa essere dedotto dall'esigenza di adeguatezza della prestazione, nessun dettaglio viene specificato in merito alla sua effettiva portata.

In aggiunta, ulteriori innovazioni introdotte dalla legge SIM risultano l'istituzione della figura del promotore di servizi finanziari e la regolamentazione della materia di offerta fuori sede. Nello specifico, il promotore finanziario veniva definito nell'articolo 23, comma 2, come "*la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, offre esclusivamente per conto o nell'interesse di una sola SIM, i servizi della stessa in un luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie*" (Parlamento italiano, 1996)³⁰. Ai promotori era

²⁹ Consob, "Consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari", in: "Comunicazione n. DI/98080597 del 14-10-1988", 1988.

³⁰ Parlamento Italiano, "Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi", in: *Gazzetta Ufficiale*, n. 186, 1996.

inoltre preclusa la possibilità di svolgere qualsiasi forma di consulenza “*porta a porta*”, che venisse eseguita sia per conto dell’intermediario sia per conto proprio, al di fuori della sede.

3.1.2 La direttiva Investment Services Directive

Nel 1993 la situazione subì un ulteriore cambiamento. Infatti, con la Investment Services Directive (ISD), adottata dal Consiglio Europeo, l'obiettivo principale divenne la realizzazione del mercato unico europeo per le imprese di investimento. Tale transizione doveva avvenire tramite l'armonizzazione dei criteri per l'autorizzazione e l'esercizio dell'attività, delle regole di condotta per gli intermediari, nonché di specifici standard riguardanti la gestione dei mercati regolamentati. In particolare, un elemento cardine di questa disciplina fu l'introduzione del principio di mutuo riconoscimento, esteso a livello comunitario sia ai mercati regolamentati che agli intermediari stessi.

Nello specifico, la ISD e il suo recepimento nell'ordinamento italiano, attuato con il decreto legislativo del luglio 1996 (Decreto Eurosim), introdussero trasformazioni rilevanti rispetto alla normativa SIM previgente. Tuttavia, per cogliere appieno la portata innovativa di tale direttiva, risulterà necessario attendere i successivi provvedimenti della Consob, tra i quali comunicazioni e regolamenti attuativi, e il recepimento organico della disciplina, sia per gli intermediari che per i mercati, all'interno del Testo Unico della Finanza (T.U.F.). Tale testo normativo, infatti, sancì l'abrogazione della precedente legge n. 1/1991 (legge SIM).

Tra le numerose novità introdotte, una di particolare interesse per l'analisi in oggetto riguardò la qualificazione della consulenza, ribattezzata come consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la quale venne ricondotta alla categoria dei "servizi accessori". Questa collocazione al di fuori dell'ambito dei "servizi di investimento" comportò, di fatto, una liberalizzazione dell'attività, sottraendola alle riserve previste per questi ultimi. Da tale procedura ne derivò, pertanto, la possibilità per qualsiasi soggetto, fosse esso una persona fisica o giuridica, di esercitare tale servizio in assenza di vincoli specifici o di obblighi autorizzativi particolari.

La ISD ambiva così a stabilire un quadro di armonizzazione minima tra i paesi membri, lasciando ai singoli legislatori nazionali la facoltà di scegliere e introdurre misure più rigorose per l'esercizio dell'attività di consulenza. L'ente legislativo italiano decise di non imporre un'apposita autorizzazione. In questo contesto, la consulenza parve aver subito un ridimensionamento della propria rilevanza, anche a causa della rimozione delle severe sanzioni penali esistenti in caso di esercizio abusivo e dell'assenza di una definizione che ne sancisse chiaramente i limiti. Tale scenario determinò diversi interrogativi, riguardanti in particolare cosa si intendesse per consulenza, chi fosse legittimato a esercitarla e secondo quali modalità.

Il primo nodo interpretativo riguardava la distinzione tra la consulenza cosiddetta ex-riservata, o autonoma, e quella conosciuta come strumentale, o incidentale. La prima, secondo la normativa precedente, era orientata a fornire suggerimenti utili e appropriati in materia di investimenti ed era caratterizzata da una natura onnicomprensiva; la seconda, invece, si differenziava, poiché intrinseca all'esercizio di un servizio di investimento che ne assorbiva interamente la disciplina.

Un' ulteriore problematica che emerse, nonostante la sostanziale liberalizzazione dell'attività, riguardava una disparità di trattamento tra gli intermediari e i soggetti diversi da quelli abilitati. Il legislatore infatti decise di adottare, per gli intermediari, le regole di comportamento già previste per i servizi di investimento, sottoponendoli conseguentemente alla vigilanza di Banca d'Italia e Consob. Diversamente, per i consulenti finanziari diversi dai soggetti abilitati, trovavano applicazione unicamente le norme di diritto comune e, in particolare, l'obbligo di *“usare la diligenza e la professionalità richieste dalla natura della prestazione dovuta”* (Codice civile, art.1776).

La differenza legata a questo aspetto venne successivamente motivata dalla Consob per la *“superiore capacità (degli intermediari abilitati) di attrazione del pubblico di cui questi godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività”* (Consob, 1999)³¹. Gli intermediari abilitati dovevano infatti avvalersi per l'esercizio dei principali servizi d'investimento di promotori finanziari, i quali se da un lato erano più liberi di svolgere l'attività di consulenza dall'altro erano ancora vincolati dalle disposizioni dell'art.23 del Decreto Eurosim, ossia il mono mandato e la responsabilità solidale. Tuttavia, tale cambiamento determinò l'introduzione del concetto di *“offerta fuori sede”*, a discapito della nozione di offerta *“porta a porta”* che aveva prevalso fino a quel momento. Tale definizione prevedeva *“la promozione e il collocamento:*

- *Di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;*
- *Di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio”* (T.U.F.).

³¹ Consob, *“Applicabilità alla prestazione dei servizi accessori delle regole di comportamento di cui all'art. 21 del decreto legislativo n. 58/1998 e al regolamento Consob n. 11522/1998”*, in: *Comunicazione n. DI/99038880 del 14-5-1999*, 1999.

In aggiunta, la Consob sanciva che al promotore non fosse consentito percepire, neppure in veste di consulente, alcuna forma di compenso direttamente dal cliente. Occorreva, invece, che fosse l'intermediario, previa acquisizione del corrispettivo per il servizio prestato, a riconoscere al promotore una remunerazione attraverso il noto meccanismo di retrocessione. Al contrario, la prassi secondo cui il compenso veniva fornito direttamente dal cliente risultava ammessa nel caso di consulenti o promotori non legati ad alcun soggetto abilitato.

Ulteriore innovazione introdotta all'inizio del nuovo millennio fu la classificazione della clientela, gestita dal regolamento intermediari della Consob emanato in attuazione del T.U.F. La clientela veniva così distinta in clienti al dettaglio e operatori qualificati. Per i primi era previsto un livello di protezione maggiore rispetto ai secondi, con specifico riguardo alla valutazione di adeguatezza del servizio prestato considerato il patrimonio e il grado di conoscenza di ciascun investitore. Per gli operatori qualificati, invece, definiti dalla Consob nell'articolo 31 come *“una società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”* (Altalex, 2007)³² gli intermediari erano tenuti principalmente a garantire i principi di correttezza, diligenza e trasparenza.

³² Altalex, “Consob - operatore qualificato in strumenti finanziari - dichiarazione del legale rappresentante - dichiarazione di scienza - efficacia - esclusione [art. 31 co. 2 Reg. Consob 11522/1998]”, in: *Consob, operatore qualificato in strumenti finanziari*, 2007.

3.1.3 Il T.U.F.

Come effetto dell'entrata in vigore della direttiva ISD, il decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza, T.U.F.) ha comportato un'opera di riorganizzazione organica del diritto del mercato finanziario, inclusa la disciplina delle società quotate, che era già stata prefigurata dalla legge delega collegata al decreto Eurosim. Tale intervento di riassetto normativo non ha modificato sostanzialmente il sistema di classificazione dei servizi di investimento e non ha nemmeno generato significative innovazioni in materia di consulenza. La consulenza continuava ancora, infatti, a essere classificata ancora come servizio accessorio. Con il T.U.F. in vigore, gli indirizzi già definiti in sede di recepimento della normativa Eurosim venivano confermati, portando la Consob ad affinare progressivamente i propri orientamenti interpretativi e applicativi. Pertanto, le riflessioni seguenti si concentreranno sulle limitate novità normative di rilievo e su tali orientamenti di vigilanza. In riferimento ai soggetti abilitati alla prestazione di consulenza, non si registrano innovazioni rilevanti, dato il mantenimento del duplice regime precedentemente analizzato. Tuttavia, siccome, nemmeno nel T.U.F., le attività accessorie risultano oggetto di una disciplina particolarmente organica e sistematica, la Consob è intervenuta con una comunicazione per decretare l'applicabilità della relativa normativa a tutti i soggetti interessati. Tale comunicazione riveste particolare importanza in quanto riflette la natura peculiare del servizio di consulenza rispetto agli altri servizi accessori. La consulenza, infatti, si distingue per una maggiore vicinanza ai servizi di investimento veri e propri, diversamente, ad esempio, dal servizio di locazione di cassette di sicurezza, sebbene questo, come già osservato, non si traduca direttamente nell'esecuzione di operazioni di investimento. In supporto a tale lettura, la Consob ha evidenziato come il T.U.F. avesse precluso alla consulenza l'applicazione delle norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali vigenti in materia bancaria, confermandone così la specificità. Un ulteriore aspetto di rilievo della comunicazione in esame risiede nell'esclusione della necessità di impostare un nesso funzionale tra il servizio di investimento principale e il servizio accessorio prestato. Parallelamente, l'azione di vigilanza della Consob proseguiva con la diffusione di sanzioni nei confronti dei promotori finanziari per ipotesi di gestione surrettizia. L'autorità tendeva infatti a inquadrare i servizi di consulenza e collocamento nell'alveo della "gestione con preventivo assenso", qualificando tale tipologia come gestione, appunto, surrettizia.

Inoltre, in materia di conflitti di interesse, non si registravano innovazioni sostanziali, assumendo come validi i rilievi già svolti in materia di adeguatezza. In riferimento a questo, assume particolare importanza la distinzione tra gli obblighi gravanti sull'intermediario in

materia di conoscenza della regola di adeguatezza: il primo aspetto costituisce un presupposto e un componente necessario per l'operatività del secondo, trattandosi, infatti, di istituti distinti.

Considerando, invece, i requisiti formali del contratto di consulenza, l'art. 23 del T.U.F. ha esteso l'obbligo della forma scritta anche ai servizi accessori. Tuttavia, inizialmente, il regolamento attuativo adottato con delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 (il Regolamento Intermediari) si limitava a riprodurre i contenuti del previgente Regolamento n. 10943, escludendo l'applicabilità della disciplina ai servizi accessori, a eccezione della concessione di finanziamenti agli investitori. Solo con una successiva modifica, il legislatore regolamentare ha provveduto a escludere il servizio di consulenza dall'ambito di operatività della deroga, ripristinando così l'obbligo della forma scritta.

Si può così concludere che il T.U.F. abbia rappresentato un'occasione mancata per allineare la disciplina positiva alle istanze emerse nel periodo precedente, sottoponendo, di fatto, la risistemazione organica della consulenza all'azione della Consob.

Inoltre, l'autorità di vigilanza, pur beneficiando di maggiori margini di intervento normativo, continuava a fare ampio ricorso allo strumento delle comunicazioni per risolvere le questioni interpretative legate alla prassi operativa. Gli orientamenti dell'autorità di vigilanza erano ormai stati definiti, configurando una nozione di consulenza nitida, sebbene non perfettamente sovrapponibile a quella emersa in vigenza della legge n. 1/1991.

In particolare, nelle numerose comunicazioni dedicate al tema, la Consob cominciava a distinguere i tratti caratterizzanti del servizio accessorio di consulenza, identificandolo nei seguenti elementi:

- a) L'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra consulente e cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della rispettiva situazione finanziaria, in modo tale che le raccomandazioni fossero elaborate in considerazione della condizione individuale dello specifico investitore;
- b) La posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
- c) L'assenza di limiti predeterminati in materia di strumenti finanziari consigliabili;
- d) La condizione secondo cui l'unica remunerazione percepita dal consulente fosse quella corrisposta dal cliente nell'interesse del quale il servizio è prestato.

Considerando tali aspetti, si evince che la tipologia di prestazione resa sembrava aver perso centralità nell'ottica della Consob. Al contrario, sembrava aver acquisito maggiore rilevanza il riferimento alla remunerazione dell'intermediario.

La definizione proseguiva poi chiarendo che *“costituisce eccezione al sopra delineato schema generale del servizio la consulenza prestata dal promotore di servizi finanziari, cui, ai sensi dell'art. 80, lettera a), del regolamento Consob n. 11522/1998, è consentito esercitare tale attività solo per conto del soggetto abilitato per il quale opera o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo”* (Consob, 1988). Tale deroga sembrerebbe trovare giustificazione, da un lato, perché il promotore agisce per conto del proprio mandante o delle società del medesimo gruppo, mentre può collocare prodotti finanziari, e prestare la relativa consulenza, esclusivamente per il mandante. Ciononostante, dall'altro lato, si assume che la consulenza del promotore, diversa da quella meramente incidentale, possa prescindere da uno o più dei requisiti sopra elencati senza per questo perdere la propria qualificazione in termini di consulenza. Per questo, ci si potrebbe interrogare sulla determinazione di una nuova fattispecie. Tuttavia, anche in caso di risposta affermativa, ci si troverebbe in assenza di sufficienti appigli normativi per definirne i contorni. Di conseguenza, occorre considerare solamente alcune evidenze. Da un lato, l'attenzione rivolta al profilo remunerativo del consulente identifica efficacemente le problematiche legate al tema di conflitti di interesse già affrontate nel primo capitolo, attribuendo così effettiva rilevanza alla questione. Dall'altro lato la deroga riconosciuta ai promotori, qualificata come tale ma non ulteriormente specificata, tende a minimizzare in buona sostanza la tipizzazione che precede, soprattutto nel caso in cui si consideri la natura pratica dell'attività consulenziale svolta da tali soggetti. In questo modo, la confusione causata da questo regime aumenta ulteriormente. Il sistema, infatti, continua a generare la stessa ambiguità di sempre, a partire dalla distinzione tra operatori abilitati e non abilitati, precedentemente introdotta dal decreto Eurosim. Pertanto, la remunerazione esclusiva e diretta da parte del cliente, unitamente all'indipendenza strutturale e all'assenza di limiti predeterminati al novero degli strumenti consigliabili, costituiscono le basi della nozione di consulenza che occorre considerare nell'analisi del regime oggi vigente.

3.2 La direttiva MiFID I

L'ultima premessa introduttiva della direttiva 93/22/CEE aveva anticipato che la costante evoluzione del comparto dei servizi di investimento avrebbe condotto a successive modifiche tecniche delle disposizioni di dettaglio, contenute nella normativa del 1993. Come stimato, all'incirca dopo un decennio, la direttiva 93/22/CEE venne sostituita dalla direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004. Quest'ultima, nota come MiFID, costituisce, di fatto, il primo livello di architettura regolamentare introdotta dal c.d. metodo Lamfalussy, approvato in occasione del Consiglio Europeo di Stoccolma del 2001. Questo metodo ha il fine di rafforzare il quadro di regolamentazione europea e di controllo del settore finanziario (European Union, 2006)³³. La motivazione di tale sostituzione è stata rintracciata nella crescita, registrata tra la seconda metà degli anni Novanta e l'inizio del nuovo millennio, del numero di investitori e dell'ampiezza della gamma di servizi e strumenti finanziari offerti. La direttiva MiFID, configurandosi come uno strumento di armonizzazione massima, ha impedito agli Stati membri di introdurre obblighi differenti o aggiuntivi. In tal modo, ha fin da subito rappresentato un concreto "level playing field", finalizzato a favorire la concorrenza transfrontaliera. L'obiettivo primario della nuova disciplina consisteva nella creazione di un quadro giuridico comunitario unitario per i mercati degli strumenti finanziari, dei servizi e delle attività di investimento, capace di regolare l'intero spettro delle attività rivolte agli investitori, cercando, inoltre, di garantire, attraverso un adeguato livello di armonizzazione, una protezione elevata per questi ultimi. Il cosiddetto "sistema MiFID" si articola in tre provvedimenti normativi: la direttiva di primo livello 2004/39/CE (c.d. direttiva MiFID), la direttiva di secondo livello 2006/73/CE (c.d. direttiva esecutiva) e il regolamento di secondo livello n. 1287/2006, riguardante le operazioni di negoziazione, la trasparenza dei mercati e l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni. Tale impianto normativo ha ridefinito la protezione dell'investitore, precisando e arricchendo alcune norme di condotta, che successivamente verranno brevemente elencate a titolo esemplificativo. In primo luogo, si definisce la classificazione della clientela in "controparte qualificata", "cliente professionale" e "cliente al dettaglio". Tale ripartizione riveste nella prassi un'importanza cruciale, in particolare in riferimento alla valutazione dell'adeguatezza dell'informazione alla quale l'intermediario è tenuto a sottostare. La direttiva del 2004 ha inoltre introdotto una disciplina dettagliata in ambito di conflitto di interessi e ha, infatti, delineato il principio di "best execution", ossia di

³³ European Union, "Revisione della procedura Lamfalussy", in: *EUR-Lex*, 2006.

“esecuzione degli ordini alle condizioni più favorevoli”, in relazione alla quale gli intermediari sono tenuti a predisporre una procedura idonea a “indirizzare” gli ordini verso la sede di negoziazione migliore per garantirne l’esecuzione ottimale. Ulteriori elementi di rilievo sono costituiti dalla definizione di un impianto più articolato delle regole relative alla conoscenza del cliente e alla valutazione delle sue direttive. Questo schema risulta così fondato sulle nozioni di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione degli ordini, e, infine, sull’estensione della nozione di strumenti finanziari e sull’ampliamento del catalogo dei servizi di investimento, con l’inclusione tra questi della consulenza in materia di investimenti. In particolare, l’articolo 19, intitolato “Norme di comportamento da osservare nella prestazione di servizi di investimento alla clientela”, costituisce la “disposizione-cardine” della tematica qui affrontata. Tale disposizione riveste un’importanza fondamentale poiché introduce una dettagliata regolamentazione degli obblighi informativi gravanti sull’intermediario nei confronti della clientela: oltre a sancire i nuovi concetti di informazione attiva e informazione passiva, essa impone agli intermediari di “agire nel migliore interesse dei loro clienti”. Maggiore attenzione verrà rivolta a come tale precetto sia stato, e continui ad essere, interpretato e applicato, alla luce degli orientamenti giurisprudenziali.

A seguito dell’adozione della direttiva 2004/39/CE, in data 10 agosto 2006 è stata emanata la direttiva 2006/73/CE, consistente in misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE, la quale costituisce il secondo livello normativo del sopra menzionato metodo Lamfalussy. L’articolo 19 della direttiva MiFID è stato pertanto declinato, nella direttiva esecutiva, in diciassette disposizioni (dall’articolo 27 all’articolo 43), attraverso le quali il legislatore europeo ha precisato i contenuti delle diverse tipologie di informazioni gravanti sugli intermediari. Sono state così individuate, a titolo esemplificativo, le informazioni legate alla classificazione della clientela (art. 28), agli obblighi informativi di carattere generale (art. 29), alle informazioni relative all’impresa di investimento e ai suoi servizi (art. 30), alle informazioni sugli strumenti finanziari (artt. 31 e 32), alle informazioni sui costi e sugli oneri connessi (art. 33), nonché alla valutazione dell’adeguatezza e dell’appropriatezza delle medesime (artt. 35, 36 e 37). La direttiva del 2006 ha inoltre provveduto a definire alcuni obblighi di comunicazione successivi all’esecuzione dell’ordine, quali l’obbligo di trasmettere una conferma dell’esecuzione dell’ordine (art. 40), un rendiconto periodico in caso di gestione di portafogli (art. 41), nonché l’obbligo di *“informare il cliente al dettaglio di eventuali perdite che eccedano una soglia prestabilita concordata entro la fine della giornata lavorativa in cui tale soglia viene superata”* (art. 42) e di rendicontare *“almeno una volta l’anno”* in merito agli strumenti finanziari detenuti

dagli intermediari per conto del cliente (art. 43). Se la normativa europea si è rivelata minuziosa nel delineare i diversi contenuti degli obblighi informativi posti a carico degli intermediari, lo stesso non può dirsi con riguardo alle sanzioni previste per la loro violazione. Né la direttiva 93/22/CEE, né il successivo “sistema MiFID” hanno infatti introdotto un regime sanzionatorio per l’inosservanza di tali regole di condotta. Le legislazioni nazionali, in sede di recepimento, non hanno definito la disciplina per le conseguenze derivanti da eventuali violazioni delle disposizioni sopra menzionate. Di conseguenza, l’individuazione degli strumenti di tutela dell’investitore nel caso di informazione mancante o inesatta costituisce, ad oggi, una questione irrisolta.

3.3 La direttiva MiFID II

La crisi finanziaria del 2008, scoppiata negli Stati Uniti e successivamente diffusasi in Europa, ha contribuito a far emergere l'inadeguatezza riguardante il quadro normativo europeo. Tale crisi ha messo in luce: da un lato l'incapacità delle autorità di vigilanza di prevenire l'adozione di prassi scorrette da parte delle banche di investimento e di intervenire successivamente per correggerle; dall'altro ha evidenziato come tutti gli obblighi informativi e comunicativi posti in capo agli intermediari non siano stati sufficienti a garantire quella protezione dell'investitore, a lungo perseguita dal legislatore e dalle autorità, tanto che numerosi clienti si sono ritrovati spesso con strumenti e prodotti inadeguati e non appropriati alle proprie caratteristiche, poiché spinti e incentivati dalle banche. Lo sviluppo tecnologico, l'emergere delle negoziazioni algoritmiche e la crescente complessità degli strumenti oggetto di scambio hanno ulteriormente accentuato i fenomeni e gli effetti della crisi, confermando la necessità di un ripensamento della disciplina alla luce dell'evoluzione dei mercati e degli operatori. Queste e altre lacune normative hanno indotto il legislatore a riformare l'impianto della disciplina vigente in materia bancaria e dei mercati, preservandone i principi fondamentali e inasprendone le restrizioni. Tra gli interventi di riforma della regolamentazione bancaria rientra il pacchetto "CRD IV" del 2013, che introduce i nuovi requisiti patrimoniali necessari a rendere più solidi gli istituti di credito, al fine di garantire una maggiore stabilità al sistema finanziario e una più efficace tutela dei risparmiatori. Nel 2014 vengono istituiti i tre pilastri dell'Unione Bancaria, costituiti dal Meccanismo di vigilanza unico (MVU), dal Meccanismo di risoluzione unico per le crisi bancarie e dalle nuove disposizioni in materia di sistemi di garanzia dei depositi. I tre pilastri erano finalizzati, tra l'altro, anche ad attribuire maggiori poteri alla Banca Centrale Europea. Per quanto concerne invece le riforme intervenute sui mercati finanziari, nel 2014, con la direttiva 2014/65/UE, nota come MiFID II, e con il regolamento (UE) n. 600/2014, c.d. MiFIR, viene ridefinito l'impianto normativo della precedente MiFID I. Tale disciplina verrà poi recepita in Italia, attraverso modifiche al T.U.F., soltanto il 3 gennaio 2018, con l'adeguamento dei relativi regolamenti Consob. Come anticipato in precedenza, tale riforma non era volta a modificare le caratteristiche essenziali della disciplina, bensì a uniformare ulteriormente le sue finalità in ambito europeo e a colmare le lacune emerse con la crisi. Il fulcro della MiFID II rimane la protezione degli investitori-risparmiatori, finalizzata a rafforzare la fiducia nei mercati finanziari. Sul piano dei contenuti normativi, i regimi di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione relativi ai servizi prestati, nonché la classificazione della clientela, non subiscono modifiche; numerose sono invece le novità, sia per quanto riguarda i mercati sia per

gli intermediari. Con riferimento ai primi, viene istituita una nuova tipologia di mercato, denominata “Sistema organizzato di negoziazione” (OTF), che rientra tra i servizi di investimento e la cui istituzione è pertanto soggetta ad autorizzazione. L’introduzione di tale sede di negoziazione è in linea con l’obiettivo del legislatore europeo di favorire lo svolgimento delle negoziazioni in mercati regolamentati, al fine di evitare la creazione di mercati paralleli che potessero in qualche modo comprometterne l’uniformità e sottrarsi alla disciplina. È opportuno inoltre precisare che i mercati OTF non sono istituiti per ospitare tutte le tipologie di prodotti esistenti, bensì esclusivamente quelli determinati dall’intermediario che li gestisce. Tale tipologia di mercato risulta residuale rispetto alle tre categorie già definite dalla MiFID I, nel senso che ne fanno parte tutti i mercati non riconducibili a queste ultime. Tale previsione è finalizzata a migliorare la trasparenza, l’efficienza e l’integrità delle diverse sedi di negoziazione. Sul versante degli intermediari finanziari e dei loro rapporti con la clientela, anche in questo ambito il legislatore europeo mira ad accrescere la trasparenza, tanto sotto il profilo dell’acquisizione delle informazioni da parte degli intermediari, quanto sotto quello dell’informativa da rendere al cliente, con particolare attenzione a quella concernente i costi. Le innovazioni più significative riguardano: la consulenza finanziaria resa su base indipendente, la disciplina di product governance e i poteri di product intervention.

- La product governance è volta a contenere il rischio che determinati prodotti collocati e/o emessi risultino inadeguati rispetto al profilo del cliente finale, imponendo che già in sede di ideazione lo strumento finanziario venga concepito in funzione di una specifica clientela di riferimento (target market), in modo da realizzare un controllo approfondito che operi non solo a valle, per il tramite dei distributori, ma anche a monte, nella fase di creazione dei prodotti da parte dei manufacturer. A questi ultimi viene richiesto di valutare i rischi connessi a tali prodotti e di garantire che il loro successivo collocamento risulti coerente con la clientela target individuata.
- La product intervention attiene, invece, ai poteri di intervento attribuiti all’ESMA dalla nuova disciplina. Nello specifico, l’ESMA, avvalendosi delle prerogative connesse alla product intervention, può intervenire per limitare o inibire la commercializzazione di determinati prodotti qualora ritenga che la loro diffusione possa esporre l’investitore e la stabilità del sistema finanziario a rischi eccessivi. Tali facoltà sono riconosciute anche alle autorità nazionali, fermo restando che “una misura adottata dall’ESMA [...] prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un’autorità competente”. Occorre precisare che un intervento di tale portata viene introdotto e applicato esclusivamente in

situazioni eccezionali, nelle quali si configuri una violazione grave dei principi cardine della regolamentazione, e non per qualsiasi tipologia di infrazione.

Capitolo 4

4.1 La consulenza in Italia nell'ambito del welfare

Sempre più italiani stanno optando per l'affidamento dei propri risparmi alla consulenza finanziaria per la propria gestione patrimoniale, in un contesto economico molto incerto, dato dagli eventi macroeconomici che si stanno verificando negli ultimi anni. Come riportato da Assoreti, *“Sempre più italiani scelgono di affidare i propri risparmi alla consulenza finanziaria per proteggerli dall'inflazione e farli crescere. Nel 2025, il patrimonio complessivo seguito dalle banche-reti associate ad Assoreti ha raggiunto 1.007 miliardi di euro, più che raddoppiato rispetto ai 434 miliardi del 2015 (+132%), con una raccolta netta annua record di 60,8 miliardi”* (Assoreti, 2026)³⁴, a testimonianza del fatto che la consulenza sta assumendo un ruolo sempre più centrale nella gestione di medio-lungo periodo delle risorse della popolazione.

Come già accennato nel paragrafo 1.4 del capitolo 1, il ruolo del consulente finanziario sta mutando in un contesto in cui sta avvenendo una profonda trasformazione a livello demografico, con un cambiamento che interesserà non solo i consulenti ma anche la clientela.

In Italia il decremento demografico della popolazione è dettato da tre fenomeni: l'invecchiamento della popolazione, favorito anche dalle crescenti aspettative di vita (si attende una riduzione notevole della popolazione nei prossimi 30-40 anni, che porterà alla presenza di circa tre over-65 per ogni under-14); una grande riduzione dei tassi di natalità e fertilità, situazione molto difficile da cambiare nel breve periodo; e infine la presenza di rilevanti flussi migratori. L'impatto che questa situazione avrà sul welfare sarà importante come anche la necessità di rivedere profondamente il sistema delle politiche sociali, previdenziali e assistenziali che risulteranno presto inadeguate. Inoltre, un'ulteriore conseguenza di questo scenario sarà rappresentata dalla distribuzione territoriale di una popolazione decrescente negli anni, con la maggior parte dei comuni che vedranno un netto calo demografico, con un deterioramento della possibilità di prestazione di alcuni servizi o forme assistenziali necessarie, che ad oggi sono affidate a privati, senza un sistema di incentivi che possa assicurare il mantenimento di questi servizi di base in molte zone del paese. Tutto il welfare sarà quindi sottoposto a pressioni sempre maggiori, con un necessario intervento pubblico in molti settori economici. Questa situazione ha reso fondamentali le scelte degli individui in campo

³⁴ Assoreti, “5,4 milioni di italiani investono con la consulenza: patrimonio record sopra i mille miliardi”, in: *Comunicato stampa*, 2026.

previdenziale e assicurativo e il sistema finanziario ha accresciuto la propria presenza digitale, riducendo la presenza fisica sul territorio, spesso proprio nelle zone meno pronte a cogliere questa innovazione e le opportunità che porta con sé.

È proprio in questo contesto che al consulente finanziario si presenteranno nuove e crescenti opportunità, il quale dovrà occuparsi anche di compiti di natura sociale, nell'affiancamento dei risparmiatori e nelle scelte di investimento per consentire il mantenimento e l'accumulo di capitale. I consulenti dovranno inoltre riuscire a coprire e sostenere tutte le zone geografiche del paese, anche i comuni in cui non è presente una filiale bancaria. Questa tendenza demografica negativa attuale e prevista, quindi, avrà profonde conseguenze su tutti i settori collegati al welfare, incluso il settore finanziario. Nonostante infatti ad oggi il sistema bancario gestisca la quota maggiore delle risorse finanziarie delle famiglie italiane, sia in maniera diretta che indiretta, in futuro e già ad oggi si verifica la necessità e l'opportunità per altri operatori che gestiscono tali risorse, come ad esempio i consulenti finanziari e sarà di cruciale importanza la capacità del sistema finanziario di offrire prodotti e servizi innovativi, in grado di offrire margini e sicurezza agli investitori, anche per stare al passo con gli altri paesi, europei ed internazionali. Come già detto, sta calando in maniera progressiva il contributo della pensione pubblica obbligatoria e si verifica un aumento delle aspettative di vita e di conseguenza anche della necessità di cure e assistenza, Pertanto sarà necessario disporre di un maggior risparmio nel corso della vita lavorativa di una persona e ciò implicherà che, anche sul lato dell'educazione e alfabetizzazione finanziaria del paese, bisognerà intervenire e rinforzarne la cultura, al fine di consentire alla popolazione di compiere scelte finanziarie sempre più consapevoli, all'interno di una continua ed incerta evoluzione dell'economia. Purtroppo infatti l'evoluzione dei mercati e dei prodotti finanziari non è stata accompagnata da un sempre corrispondente incremento delle conoscenze dei risparmiatori. Le rilevazioni sul livello di cultura finanziaria evidenziano come la familiarità si limiti generalmente ai prodotti bancari più elementari, mentre la comprensione degli strumenti finanziari più complessi risulta mediamente insufficiente per compiere scelte autonome e consapevoli. Spesso, infatti, i risparmiatori non si accorgono di come decisioni finanziarie errate possano compromettere la sostenibilità del proprio tenore di vita, anche in presenza di redditi o patrimoni apparentemente elevati. A ciò si aggiunge che un'istruzione finanziaria carente espone la popolazione a un maggior rischio di frodi e di coinvolgimento in circuiti finanziari illegali, generando conseguenze negative quali un accumulo di risparmio insufficiente per il futuro, un indebitamento eccessivo rispetto al reddito e una percezione distorta della propria copertura pensionistica.

In questo contesto, come già riportato, il consulente assumerà grande importanza nell'affiancare i risparmiatori italiani nelle scelte di investimento e di accumulo di capitale da possedere per il sostentamento della vita in fase avanzata di età, inoltre, il consulente dovrà occuparsi di espandere la propria rete, ai residenti degli oltre 2.800 comuni in cui non è presente una filiale bancaria e dove la popolazione è in continua decrescita. Da questa situazione emerge l'immagine di un settore di consulenza finanziaria in fase di profonda trasformazione, guidata da tre fattori principali: l'evoluzione del quadro normativo, l'innovazione tecnologica e il mutamento demografico. Anche il ruolo del consulente finanziario sta subendo una significativa ridefinizione: si trova ad oggi a confrontarsi con una nuova tipologia di investitore, che richiede un approccio fondato su un uso appropriato degli strumenti tecnologici, nel rispetto di una regolamentazione sempre più rigorosa e ferrea e in risposta a bisogni di welfare in continua crescita. Alla tradizionale funzione di consulenza finanziaria, si affianca oggi quella di ponte tra il sistema bancario e finanziario e il cittadino risparmiatore, diventando necessario il sostegno nei confronti della consulenza attraverso politiche di scelte mirate e adeguati incentivi, per rafforzarne il ruolo in questo nuovo contesto mutato.

Ad oggi come riportato dalla relazione annuale di Assoreti *“La rappresentatività delle Reti di consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede espressa rispetto alla totalità delle attività finanziarie delle famiglie italiane, che a fine settembre 2024 erano quantificabili in 5.902 miliardi di euro, cresce di 1,1pp e raggiunge quota 14,9%”* (Assoreti, 2025)³⁵. Tale ricchezza delle famiglie italiane ha inoltre registrato un aumento del 3,7% rispetto all’anno precedente. Tuttavia, l’età media dei consulenti finanziari in Italia si attesta intorno ai 52 anni e, nonostante ad oggi si stia verificando un numero sempre crescente di giovani che si affacciano a questo mondo, è una professione che visto anche il ruolo centrale che ha per il paese, ha presentato un graduale invecchiamento professionale non accompagnato in passato dall’ingresso progressivo di nuove figure. Tale invecchiamento professionale può essere ricondotto a due fattori principali: in primo luogo, il rapporto tra consulente e risparmiatore che si basa principalmente su un legame di conoscenza e fiducia consolidato nel tempo; in secondo luogo, il fatto che negli ultimi anni le società finanziarie hanno orientato le proprie scelte nei confronti di consulenti in grado di gestire un ingente quantità di risorse, trascurando quindi l’ingresso di giovani inesperti, i quali avrebbero necessitato di un periodo di formazione e di costruzione della propria clientela. A questi due fattori, aggiungiamo il fatto che nel panorama italiano, la maggior parte dei grandi

³⁵ Assoreti, “La rappresentatività delle Reti di consulenza sulle attività finanziarie delle famiglie italiane e sul mercato del risparmio gestito”, “La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane”, in: *Relazione annuale 2024*, 2025, pp. 2-4.

patrimoni è posseduta da persone di età avanzata, che tendono a rivolgersi a consulenti esperti con i quali spesso sviluppano relazioni di lunga durata. Ciò porta inconsciamente all'innalzamento di barriere all'entrata in questo settore a sfavore dei giovani, alimentate anche da una retribuzione poco attrattiva nei primi anni di lavoro. Alla luce di quanto detto, il settore della consulenza finanziaria appare chiamato ad avviare un graduale ricambio generazionale, che dovrà essere in grado di conciliare l'innovazione tecnologica, la riduzione dei costi di gestione e l'attrattività dei profili reddituali per i nuovi consulenti. Una strada che si sta percorrendo per superare progressivamente il modello tradizionale basato sul rapporto esclusivo tra consulente senior e risparmiatore, è quello di favorire piuttosto un approccio di squadra in cui la figura più esperta sia affiancata da professionisti junior, dotati di minore esperienza ma di maggiore familiarità con le nuove tecnologie e con le esigenze emergenti della clientela. In questa direzione si collocano già diverse iniziative promosse dalle associazioni di categoria.

In conclusione di questa tematica, possiamo ribadire che la consulenza finanziaria sarà di vitale importanza nelle aree in cui l'impatto demografico sarà più incisivo, per ridurre il divario culturale e generazionale, contribuendo a prevenire e ridurre i rischi di esclusione finanziaria. In questo contesto, il consulente assumerà una rilevanza sempre crescente all'interno del sistema, affiancando alla tradizionale funzione istituzionale una dimensione sociale e di controllo del circuito finanziario, specialmente in determinate zone del territorio. Ed è proprio qua che si configura la sopra citata consulenza finanziaria come un servizio in grado di generare benessere a tutto tondo, oltre alla sfera prettamente economica. Diventa pertanto necessario attrarre risorse giovani e motivate, nonché formarle affinché possano esprimere pienamente le potenzialità della professione. Negli anni più recenti, il Legislatore, riconoscendo l'importanza di questa figura, ha innalzato e rafforzato i requisiti minimi di conoscenza e competenza per l'accesso alla professione di consulente finanziario ed appare dunque opportuno e urgente favorire l'ingresso delle nuove generazioni in un settore, che riveste un carattere strategico e che, se adeguatamente orientato, potrà generare ricadute positive anche sul sistema di welfare del paese. In questa direzione, per sostenere il necessario ricambio generazionale e, più in generale, per incrementare l'attrattività della consulenza verso giovani professionisti di valore, le recenti misure volte a incentivare fiscalmente l'avvio dell'attività appaiono certamente adeguate e potenzialmente meritevoli di ulteriori sviluppi.

4.1.1 La silver economy

Con l'espressione "silver economy" si definisce l'insieme di attività economiche che rispondono ai bisogni e alle preferenze della popolazione over 50. Essa comprende sia i beni e servizi acquistati da questa fascia demografica, sia quanto generato dai suoi consumi, configurandosi come un fenomeno che comprende vari settori, dalla cultura all'abitazione, dalla finanza ai trasporti. Pur essendo spesso associata all'ambito sanitario, la silver economy rappresenta dunque in realtà un motore economico trasversale, tanto che a livello comunitario essa viene anche classificata secondo le stime della Commissione europea, la terza economia del mondo, dietro a Cina e Stati Uniti (Technopolis group, 2018)³⁶.

Secondo infatti le stime della Commissione europea, nel 2015 la popolazione silver ha contribuito al PIL dell'Unione Europea per circa 4.200 miliardi di euro, con un tasso di crescita annuo del 5%. Si è stimato che entro il 2025 questa fascia demografica avrebbe raggiunto i 222 milioni di persone nell'UE. In linea con tali tendenze, il centro studi Itinerari Previdenziali (2023) rilevava che nel 2022 il contributo al PIL dei 27 paesi europei è stato di circa 4.720 miliardi di euro. Limitando l'analisi agli over 65, che nello stesso anno ammontavano a oltre 94 milioni, il valore generato dai loro consumi e dalle relative esigenze ha superato i 2.350 miliardi di euro. Con riferimento al contesto italiano, la stessa fonte stima che nel 2022 gli over 65 – circa 14 milioni di individui – abbiano contribuito al PIL nazionale per 350 miliardi di euro, mentre gli over 50, pari a circa 27,6 milioni di persone, per 583 miliardi. All'interno di questo segmento, una parte di essi particolarmente rilevante per gli operatori finanziari si distingue per un'elevata disponibilità di risorse economiche. Tale condizione deriva dall'accumulo di risparmi durante la vita lavorativa, dall'assenza di oneri legati al mantenimento e all'istruzione dei figli, nonché da una maggiore competenza finanziaria rispetto ai soggetti più giovani. Sempre secondo l'analisi di Itinerari Previdenziali, la ricchezza complessiva degli over 65 ammonta a circa 4.173 miliardi di euro, di cui 1.543 miliardi in attività finanziarie e 2.629 miliardi in patrimonio immobiliare. A differenza di quanto accaduto per le generazioni più giovani, la situazione patrimoniale di questa fascia non ha subito conseguenze significative a seguito della pandemia. Si tratta, pertanto, di un'ingente massa di ricchezza che nei prossimi venti-venticinque anni sarà in parte destinata a sostenere ulteriormente i consumi del segmento silver e in larga misura trasferita per successione ai figli o ai familiari – oggi prevalentemente over 40 – i quali diventeranno progressivamente over 65

³⁶ Technopolis group, "Estimating the potential size of the EU Silver Economy", in: *The silver economy*, 2018, pp.8-9.

a partire dal 2045, contribuendo così ad ampliare ulteriormente il peso economico della silver economy in Italia (Curcio & Di Giorgio & Zito, 2023)³⁷.

Nonostante l'importanza crescente di questo segmento di popolazione, alcuni esperti sottolineano come il mondo del business abbia a lungo sottovalutato gli over 50, enfatizzando il fatto che la loro fascia sia sotto-servita dal punto di vista economico, quando in realtà questa fascia di popolazione europea riveste un ruolo fondamentale nel sostenere le attività di un complesso molto diversificato di settori economici, contribuendo alla ricchezza complessiva. Infatti, la popolazione silver si caratterizza per una disponibilità di risorse finanziarie molto elevata, derivata da un accumulo di risparmio durante la fase lavorativa e dell'assenza di vincoli nel mantenimento dei figli, essendo una popolazione che comunque dimostra una maggiore consapevolezza nella propria gestione finanziaria rispetto alle generazioni più giovani. Tali risparmi, che comprendono sia attività mobiliari che immobiliari, rappresentano una risorsa destinata in parte ad alimentare i consumi futuri, e in parte, un risparmio da trasferire alle generazioni successive, creando ulteriore valore.

Questa situazione, per gli intermediari finanziari, rappresenta una sfida, ma porta con sé anche numerose opportunità. Un aspetto fondamentale è quello legato alla tecnologia e alla digitalizzazione. Infatti, da un lato l'innovazione tecnologica ha trasformato profondamente il mondo in cui le banche, le assicurazioni e le società finanziarie interagiscono con la clientela, offrendo un insieme di servizi sempre più accessibili, personalizzati e veloci, come ad esempio la consulenza automatizzata e le piattaforme digitali, che possono favorire maggiore consapevolezza nelle scelte finanziarie e previdenziali della popolazione. D'altro canto invece, rimane il rischio che le fasce di popolazione meno abili in ambito tecnologico vengano “tagliate fuori” da questo progresso informatico, sia per mancanza di accesso che per assenza di competenze. Per questo motivo risultano fondamentali i consulenti finanziari; gli operatori del settore infatti, non devono più limitarsi alla vendita di prodotti ma devono sviluppare una relazione più ampia con la clientela includendo opportunità di formazione e alfabetizzazione finanziaria e digitale, con lo scopo di rendere più accessibile a tutti questa innovazione.

A livello internazionale, in paesi come Giappone, Stati Uniti e Regno Unito, le banche hanno iniziato a sviluppare un approccio definito “age-friendly banking” che punta a rispondere in modo mirato alle esigenze della clientela silver, con un approccio che si traduce in una gamma

³⁷ Curcio, D., Di Giorgio, G., Zito, G., “CASMEF Working Paper Series. Previdenza complementare e consulenza finanziaria: la sfida dei nuovi scenari demografici e del ricambio generazionale”, in: *EconStor*, 2023, n. 3, pp.3-7, 14-18, 22-25.

di prodotti e servizi specificatamente indirizzati a questa fascia. Tra i prodotti principali si evidenziano strumenti di integrazione del reddito pensionistico, come i programmi equity release e le rendite; prodotti assicurativi come le Long-term care, cioè assicurazioni che coprono le spese associate alla perdita dell'autosufficienza in età avanzata, non per forza dovuta a malattie o infortuni, polizze assicurative contro la demenza senile, prestiti mirati per far fronte a spese sanitarie o ad esigenze legate a gravi infortuni fisici o mentali. Accanto a questi strumenti, vengono offerti servizi di consulenza finanziaria personalizzata, con misure di prevenzione delle frodi e programmi di istruzione digitale. In alcuni casi, gli intermediari hanno anche creato dei veri e propri marchi dedicati alla valorizzazione di questo segmento, che, pur non essendo sempre remunerativi nel breve termine, rappresentano strumenti commerciali efficaci per attrarre la clientela silver e consolidare la propria presenza in un mercato con un grande potenziale di crescita.

4.2 Uno sguardo alla situazione in Europa

“La consulenza è una sola, anche se può essere estrinsecata secondo vari modelli, perché è la consulenza ad essere indipendente, non il consulente, poiché nessuno di noi è indipendente: siamo tutti dipendenti da qualcosa” - “Le distinzioni come “indipendente/dipendente” generano confusione, mentre la vera differenza sta tra chi fa consulenza finanziaria (e produce valore) e chi non la fa (o genera danno). La responsabilità dei professionisti è rappresentare correttamente la materia complessa ai cittadini inconsapevoli, e il lavoro di approfondimento e verifica merita una classificazione più dignitosa” (Criscione, 2025)³⁸. Queste sono state le parole del presidente di Anasf (Associazione nazionale consulenti finanziari) Luigi Conte in uno dei “non paper” della Commissione europea. Esso riguardava i consulenti indipendenti e vi si voleva presentare il White Book della consulenza finanziaria, effettuata da Fecif (The European Federation of Financial Advisers and Financial Intermediaries), con l’obiettivo di delineare una sorta di fotografia del settore in Europa. Infatti, con il White Book si vuole offrire una rappresentazione aggiornata di questo settore in Europa, delineando le principali dinamiche nei 27 Stati membri dell’Ue, con l’inclusione di Andorra, Regno Unito e Svizzera, e individuare le priorità future: dall’evoluzione normativa connessa all’Unione dei Mercati dei Capitali (CMU) e all’Unione del Risparmio e degli Investimenti (SIU), alla sostenibilità, alla digitalizzazione, fino alle questioni previdenziali. È una delle prime iniziative europee di analisi organica della professione di consulenza, e si auspica che tale documento rappresenti un punto di riferimento comune, mettendo i professionisti al centro del dibattito e superando le resistenze presenti nel settore. L’assunto di fondo è che il ruolo di consulente finanziario sta assumendo indubbiamente una crescente importanza sociale in Europa, e ciò comporta la necessità di uno strumento in grado di informare i politici europei e di definire uno scenario orientativo per le scelte future. Dal White Book emerge che le famiglie europee, pur disponendo di risorse accumulate, manifestano una scarsa fiducia nelle istituzioni finanziarie, preferendo la liquidità in depositi bancari. Il White Book, composto da 120 pagine, esamina la consulenza finanziaria in trenta paesi europei, affrontando temi cruciali per la professione. In primo luogo, per quanto riguarda la CMU/SIU (Capital Markets Union, Savings and Investments Union), i consulenti rilevano che l’Unione dei Mercati dei Capitali non ha prodotto i risultati attesi, anche a causa di significative divergenze nazionali nelle modalità di offerta della consulenza e nella selezione dei prodotti. I paesi di maggiori dimensioni (ad esempio Francia, Polonia e Germania) tendono

³⁸ Criscione, A., “Consulenza finanziaria: Anasf e Fecif presentano la “radiografia” europea”, in: *Il sole 24 ore*, 2025.

a raccomandare strumenti finanziari domestici, mentre quelli più piccoli (come Lussemburgo e Cipro) sviluppano soluzioni più innovative per attrarre capitali esteri e convincere gli investitori europei a investire nel proprio territorio. Infine, si ritiene indispensabile reindirizzare l'eccesso di liquidità presente sui conti correnti, soprattutto nell'Europa continentale (Italia, Francia, Germania, Spagna), verso prodotti finanziari, semplificando gli adempimenti burocratici e rendendo i costi più trasparenti e comprensibili. Anche con riferimento alla digitalizzazione si evidenzia una divergenza tra le diverse aree europee. In particolare, nei paesi nordici essa è molto diffusa ed utilizzata, mentre nei paesi del bacino del mediterraneo, come ad esempio l'Italia, la sua adozione procede a rilento. Allo stesso modo le regolamentazioni relative ai dati sensibili, risultano ancora molto diverse. Un ulteriore aspetto critico è rappresentato dalla dimensione demografica. I consulenti evidenziano come il cosiddetto "inverno demografico" costituisca una problematica di portata europea, spesso caratterizzata da una limitata consapevolezza di questo argomento. Le disparità tra gli Stati membri risultano significative: paesi come Francia e Spagna mostrano una preferenza per gli investimenti immobiliari rispetto ai fondi pensione privati; la Svizzera dispone di un secondo pilastro obbligatorio sin dal 1980; l'Austria, invece, si contraddistingue per un'elevata fiducia nelle istituzioni pubbliche in materia previdenziale (Criscione, 2025). Secondo i consulenti, ad oggi è prioritario un miglioramento dell'educazione finanziaria per contrastare questa propensione nell'investire in prodotti a capitale garantito o protetto, che ne limita la diversificazione e l'accesso a forme di risparmio previdenziale più efficienti nel lungo periodo.

A livello europeo, quando si tratta di gestione del denaro ed investimento, la maggioranza dei cittadini continua ad affidarsi a banche, compagnie assicurative o reti di consulenza finanziaria su base provvigionale (consulenti dipendenti). Questo dato lo possiamo trovare nel rapporto "La salute finanziaria dei cittadini dell'UE – Uno studio quantitativo" presentato dall'EFPA (European Financial Planning Association), che ha effettuato un'indagine su cittadini europei residenti in dodici paesi diversi per proporre un'analisi delle condizioni patrimoniali delle famiglie, delle abitudini di risparmio, delle scelte di investimento e della pianificazione previdenziale. Riportando alcuni dati di quanto emerso, in media, il 58% dei risparmiatori europei adotta il modello di consulenza basato sulle commissioni. Tale modalità risulta particolarmente radicata in Italia e Francia, dove raggiunge rispettivamente il 68% e il 69%, mentre presenta un'incidenza inferiore in Ungheria (44%) e nella Repubblica Ceca (47%). Parallelamente, circa il 21% dei cittadini europei si rivolge a consulenti che adottano un sistema misto, combinando parcelle fisse e provvigioni, mentre il 17% opta per consulenti indipendenti

(fee-only), evidenziando un significativo margine di espansione per questo modello, caratterizzato da maggiore trasparenza. Inoltre, il 18% utilizza piattaforme digitali, segnalando il ruolo crescente della tecnologia nella gestione patrimoniale. Le modalità di consulenza prescelte riflettono, del resto, l'approccio complessivo degli europei al risparmio. La prudenza costituisce l'orientamento dominante: oltre la metà del campione (51%) detiene la liquidità in contanti o su conti correnti, mentre solo il 36% dichiara di risparmiare con regolarità. Tuttavia, il 78% delle persone oggetto della rilevazione, riesce a destinare una parte delle proprie risorse al risparmio almeno in via occasionale, sebbene emergano differenze significative tra i paesi. Nella Repubblica Ceca la quota di chi risparmia sporadicamente raggiunge l'86%, mentre in Ungheria si ferma al 65%, risultando il valore più contenuto tra i paesi esaminati (Caparello, 2025)³⁹.

³⁹ Caparello, A., "Consulenti finanziari: in Europa prevale ancora il modello a provvigione, risparmiatori troppo prudenti", in: *Wall Street Italia*, 2025.

4.2.1 La consulenza in Francia

Le recenti tensioni geopolitiche, insieme all'aumento dell'inflazione e ai cambiamenti delle aspettative di crescita economica, non hanno avuto grandi ripercussioni sulla solidità economica del sistema finanziario francese, che continua a ricoprire un ruolo fondamentale nell'economia del paese. È in questo contesto che i consulenti finanziari (*conseillers en investissements financiers, CIF*) svolgono una funzione essenziale nell'affiancare gli investitori in scelte consapevoli, offrendo loro una pianificazione patrimoniale personalizzata. Con riferimento alle aree di specializzazione e alla tipologia di clientela, è possibile distinguere tra consulenti in investimenti finanziari operanti nella consulenza patrimoniale e consulenti istituzionali. I primi rappresentano il 95% del mercato finanziario francese e forniscono servizi di consulenza a persone fisiche e giuridiche nella gestione del patrimonio. I secondi, invece, offrono consulenza specialistica a investitori istituzionali, società di gestione e altri intermediari finanziari. Successivamente all'entrata in vigore della direttiva MiFID II in Francia, i consulenti finanziari sono tenuti a informare la clientela sulla natura giuridica e il grado di indipendenza della consulenza offerta. In particolare, qualora la consulenza venga prestata in regime di indipendenza, i consulenti non possono ricevere incentivi economici né benefici significativi dai fornitori di prodotti finanziari. Tale disciplina consente agli investitori di comprendere più compiutamente le logiche sottostanti le raccomandazioni ricevute. Per garantire la massima trasparenza informativa e un elevato livello di tutela degli investitori, gli articoli L541-2 e seguenti del Codice monetario e finanziario stabiliscono che i consulenti debbano soddisfare requisiti di età, onorabilità e competenza professionale, risiedere o essere stabilmente domiciliati in Francia, nonché affiliarsi a un'associazione riconosciuta dall'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*, autorità preposta alla regolamentazione e alla vigilanza sui mercati finanziari), incaricata di vigilare sull'attività professionale dei propri iscritti, di curarne la rappresentanza collettiva e di tutelarne i diritti e gli interessi. A ciò si aggiunge l'imposizione agli intermediari bancari e dei servizi di pagamento, ai consulenti e agli agenti collegati l'obbligo di iscrizione nel registro unico degli intermediari assicurativi, bancari e finanziari, tenuto dall'ORIAS (registro finanziario francese).

L'ordinamento francese, in attuazione della MiFID II, disciplina la figura dell'*agent lié* (agente collegato), che può essere costituito sia come persona fisica sia come persona giuridica – a differenza del modello italiano che prevede solo la forma individuale. L'agente opera sotto la responsabilità di un unico prestatore di servizi di investimento (*PSI – prestataire de services*

d'investissement), svolgendo attività quali la ricezione e trasmissione di ordini, la promozione di investimenti e la consulenza. Per quanto riguarda l'offerta fuori sede di strumenti finanziari, la normativa francese presenta analogie con quella italiana. I soggetti autorizzati, inclusi gli *agents liés*, possono contattare la clientela per realizzare operazioni finanziarie. Se tale attività avviene presso il domicilio o il luogo di lavoro del potenziale cliente, l'operatore è tenuto a dotarsi di una "carta di vendita" rilasciata dal PSI di riferimento. In materia di tutela dell'investitore, la disciplina francese garantisce il diritto a ricevere informazioni chiare e complete. In caso di offerta fuori sede, le informazioni possono essere fornite su supporto durevole diverso dal cartaceo solo con il consenso del cliente. È inoltre previsto un diritto di recesso di quattordici giorni dalla conclusione del contratto, salvo che per i servizi di ricezione e trasmissione ordini e per la fornitura di strumenti finanziari. La violazione degli obblighi professionali comporta l'irrogazione di sanzioni disciplinari (Bove & Cantiello, 2025)⁴⁰.

⁴⁰ Bove, M., Cantiello, F., "La consulenza finanziaria e l'offerta fuori sede in Europa: una breve analisi comparatistica", in: *Assoreti*, 2025, pp. 5-9.

4.2.2 La consulenza in Spagna

Anche la Spagna, similmente a molti Stati membri dell'Unione Europea, ha attuato la direttiva MiFID II con ritardo, dovuto alla peculiarità del proprio sistema economico nazionale. Il processo di recepimento della direttiva, avviato parzialmente con Real Decreto 21/2017, si è affermato solo nel settembre del 2018, in cui il Consiglio dei ministri ha approvato il Real Decreto 14/2018. L'importanza e l'esigenza di allineare la propria disciplina interna a quella del diritto dell'Unione Europea ha spinto il legislatore spagnolo a adottare la nuova Ley 6/2023, la quale ha come interesse i mercati mobiliari e i servizi di investimento spagnoli. Questo provvedimento definisce i diritti e gli obblighi fondamentali delle imprese dei servizi di investimento e dei loro agenti collegati, con il fine di rafforzare la tutela degli investitori. Tra queste attività, la consulenza finanziaria occupa una posizione di primo piano, essa è prestata dalle imprese di servizi di investimento (Empresas de servicios de inversión – ESI), le quali si dividono in quattro categorie: le società di intermediazione mobiliare, le agenzie mobiliari, le società di gestione del risparmio e le società di consulenza finanziaria. In tutti i casi, l'esercizio dell'attività di investimento è subordinata al possesso di un'autorizzazione preventiva e alla successiva iscrizione nei registri tenuti dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o dalla Banca di Spagna. Analogamente, la commercializzazione dei servizi e delle attività di investimento, le attività di acquisizione della clientela, possono essere svolte esclusivamente da soggetti aventi la prescritta autorizzazione. Con il recepimento della MiFID I, il Real Decreto 217/2008 ha introdotto per la prima volta la figura degli agentes vinculados (agenti collegati) (Bove & Cantiello, 2025). Ad oggi la relativa disciplina è contenuta nella Ley 6/2023 e nel Real Decreto 813/2023, i quali definiscono questi soggetti come persone fisiche o giuridiche di cui la società di servizi di investimento può avvalersi per lo svolgimento di attività come la promozione e la commercializzazione dei servizi, senza che ne derivi un rapporto di lavoro subordinato. Le imprese di investimento che si avvalgono di agenti collegati rispondono in via diretta e oggettiva dell'attività da questi svolta, assumendosi la responsabilità per eventuali errori commessi nell'esercizio delle funzioni. A livello di procedure, le imprese di investimento sono tenute a verificare il possesso dei requisiti, da parte degli agenti di cui si avvalgono, di onorabilità, competenza ed esperienza stabiliti dalla normativa, nonché a riportare nel Registro delle Imprese i poteri che gli conferiscono loro e a comunicarne l'iscrizione alla CNMV.

Per quanto riguarda la disciplina dell'offerta di servizi finanziari fuori sede, il quadro normativo spagnolo risulta frammentato, pertanto nel sistema spagnolo manca una disciplina organica e

specifica per l'offerta fuori sede di servizi finanziari, siccome questo fenomeno risulta regolamentato solo indirettamente, attraverso norme generali in materia di servizi finanziari e tutela dei consumatori, a differenza di quanto avviene in altri ordinamenti, come ad esempio quello italiano e quello francese, in cui sono presenti una regolamentazione più rigida e dettagliata (Bove & Cantiello, 2025).

4.2.3 La consulenza in Germania

Anche in Germania, la disciplina in materia di consulenza finanziaria ha preso forma a partire dal recepimento della direttiva MiFID II. L'attuale definizione è oggi contenuta nella sezione 2, comma 6, della Gesetz über das Kreditwesen (legge sul settore creditizio), la quale qualifica come consulenza finanziaria la prestazione di suggerimenti, raccomandazioni o consigli, rivolti a clienti o ai loro rappresentanti, relativi all'acquisto di prodotti finanziari. Affinché si possa configurare tale attività, è tuttavia necessario che essa sia resa su espressa richiesta del potenziale investitore. In conformità con quanto stabilito a livello europeo dall'articolo 5 della MiFID II, chiunque intenda offrire servizi di investimento in Germania è tenuto a ottenere un'apposita autorizzazione rilasciata dalla Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), l'autorità governativa competente per la vigilanza su banche, istituzioni finanziarie e imprese di assicurazione. L'ordinamento tedesco impone a ogni operatore che agisca sul mercato offrendo prodotti di investimento o servizi di consulenza finanziaria, l'obbligo di specificare e rendere nota la propria categoria di appartenenza. A tale riguardo, si distinguono diverse figure di consulenti, tra cui:

- Il unabhängige Finanzberater (consulente finanziario indipendente), che può fornire consulenza sull'intera gamma dei prodotti disponibili sul mercato;
- Il Mehrfachagent (agente plurimandatario), abilitato a offrire consulenza su un numero limitato di prodotti riconducibili all'organizzazione di appartenenza;
- Il gebundener Vertreter (rappresentante vincolato), che fornisce consigli o raccomandazioni su singoli prodotti offerti da una banca o da un'assicurazione con cui è legato da un vincolo contrattuale;
- Il gebundener Vermittler (intermediario vincolato), che opera fuori sede per conto degli intermediari abilitati;
- Il Honorar-Anlageberater (consulente in investimenti a parcella), che, non operando in collaborazione con intermediari, viene remunerato esclusivamente dal cliente mediante il pagamento di un onorario.

Analogamente ad altri ordinamenti europei, anche il sistema giuridico tedesco ha accolto la figura dell'agente collegato, identificandola con il gebundener Vermittler, il quale svolge attività di offerta fuori sede per conto degli intermediari abilitati, potendo rivestire sia la forma di persona fisica sia quella di persona giuridica. La BaFin, inoltre, è preposta alla gestione e alla tenuta del registro degli agenti collegati (Bove & Cantiello, 2025).

CONCLUSIONI

L'analisi condotta ha messo in luce la complessità e la centralità della figura del consulente finanziario nel contesto economico contemporaneo. Da semplice venditore di prodotti finanziari, la figura del consulente finanziario si è trasformata in un punto di riferimento essenziale per la pianificazione patrimoniale, la gestione del debito, la previdenza e la protezione assicurativa del cliente. Questa trasformazione, supportata dall'evoluzione normativa e dall'istituzione dell'Albo OCF, ha elaborato una distinzione fondamentale tra consulenti indipendenti (fee-only) e consulenti abilitati all'offerta fuori sede, ponendo l'accento sulla necessità di trasparenza e sulla gestione dei conflitti di interesse per garantire che la consulenza sia realmente allineata agli interessi del cliente. Facendo riferimento ai dati utilizzati riguardanti le iscrizioni all'Albo si è evidenziato un settore in fermento, caratterizzato da un ricambio generazionale significativo, con un crescente ingresso di giovani e donne, e da una clientela sempre più ampia e diversificata. Se da un lato il patrimonio gestito è ancora concentrato nelle fasce di clientela più anziane, dall'altro si osserva una forte attrattiva verso i giovani under-35, che rappresentano il futuro del settore. Questa dinamica impone al consulente moderno di non limitarsi alla mera gestione finanziaria, ma di sviluppare competenze trasversali per accompagnare il cliente in un percorso di vita che abbraccia l'accumulo, la protezione e, infine, il trasferimento generazionale della ricchezza. In conclusione, la professione si conferma non solo un pilastro per l'efficienza dei mercati finanziari, ma una risorsa strategica per la sicurezza economica e la pianificazione del futuro delle famiglie italiane. Inoltre, l'analisi evidenzia come la relazione tra educazione finanziaria, consulenza e investimenti sostenibili costituisca un triangolo strategico per il benessere economico dei cittadini e lo sviluppo del Paese. L'Italia si confronta con una paradossale duplice evidenza: un basso livello di alfabetizzazione finanziaria, che la colloca agli ultimi posti tra i paesi OCSE, e un primo posto a livello europeo nel ricorso ai servizi di consulenza. Questa circostanza sottolinea come la figura del consulente non rappresenti solo un sostituto delle competenze mancanti, ma svolga una funzione essenziale di accompagnamento, orientamento e protezione in uno scenario finanziario sempre più complesso. Il rapporto di fiducia tra consulente e cliente emerge come elemento cardine, spesso più determinante della performance finanziaria stessa. La qualità della relazione, la trasparenza sui compensi e la personalizzazione del servizio si configurano come fattori critici di successo, capaci di influenzare la soddisfazione e la permanenza del cliente. Parallelamente, la comprensione della soggettività del cliente, con le sue dinamiche

psicologiche, le euristiche decisionali e la propensione al rischio, costituisce una competenza imprescindibile per una consulenza efficace e realmente orientata agli interessi del risparmiatore. Sul fronte degli investimenti sostenibili, l'integrazione dei criteri ESG rappresenta una trasformazione strutturale del sistema finanziario e i consulenti finanziari si trovano a svolgere un ruolo cruciale nell'accompagnare imprese e risparmiatori verso questo nuovo paradigma, interpretando le complesse disposizioni regolamentari e guidando l'allocazione del capitale verso iniziative in grado di coniugare rendimento economico e impatto positivo. La performance degli investimenti ESG richiede un'analisi puntuale delle specificità settoriali e geografiche, nonché una riflessione approfondita sul bilanciamento tra criteri di esclusione e strategie di selezione. In conclusione, il consulente finanziario si conferma una figura sempre più strategica non solo per la gestione ottimale delle risorse, ma anche come facilitatore della transizione verso un'economia sostenibile e come pilastro di un sistema di protezione del risparmio in cui la fiducia, la competenza e l'integrità rappresentano i valori fondanti di questa professione. L'evoluzione normativa della consulenza finanziaria in Italia, dalla Legge SIM del 1991 alla MiFID II, racconta il graduale passaggio da un sistema incentrato sui soggetti abilitati a un modello fondato sulla tutela sostanziale dell'investitore. Inizialmente riservata ai soli intermediari autorizzati, la consulenza fu successivamente declassata a "servizio accessorio" con il decreto Eurosim e il T.U.F., generando un regime caratterizzato da disparità di trattamento tra operatori vigilati e soggetti non abilitati. La svolta arriva con la MiFID I (2004), che riqualifica la consulenza come servizio di investimento, imponendo un quadro di armonizzazione massima e introducendo regole di condotta stringenti, la classificazione della clientela e i principi di adeguatezza e appropriatezza. Tuttavia, la crisi finanziaria del 2008 rivelò i limiti di tale impianto, mostrando come l'informativa al cliente non bastasse a garantire una protezione effettiva di fronte a prodotti sempre più complessi e a conflitti di interesse spesso sottovalutati. La MiFID II (2018) ha rappresentato la risposta a queste criticità. Pur conservando l'impianto precedente, ha introdotto innovazioni decisive: la product governance, che obbliga a concepire i prodotti finanziari in funzione di una specifica clientela target; i poteri di product intervention dell'ESMA, che consentono di limitare la commercializzazione di strumenti rischiosi; e il rafforzamento degli obblighi di trasparenza sui costi. Queste misure hanno trasformato il consulente da promotore commerciale a professionista qualificato, chiamato ad agire nel migliore interesse del cliente. In sintesi, il percorso normativo tracciato ha definitivamente spostato il baricentro del sistema dalla libertà di mercato alla centralità della persona del risparmiatore, ponendo le basi per un rapporto di fiducia più solido e consapevole tra consulente e cliente. Infine, è stato evidenziato come la

consulenza finanziaria in Italia stia assumendo un ruolo sempre più strategico, che trascende la tradizionale funzione di gestione patrimoniale per configurarsi come un servizio a forte valenza sociale. In un contesto caratterizzato da un profondo mutamento demografico, da un sistema di welfare pubblico in crescente difficoltà e da una persistente carenza di educazione finanziaria, il consulente si rivela indispensabile per accompagnare i risparmiatori verso scelte consapevoli e sostenibili nel lungo periodo. L'Italia si deve affacciare ad una duplice sfida: da un lato, il patrimonio gestito dalle reti di consulenza ha superato i mille miliardi di euro, segnale di una crescente fiducia dei risparmiatori verso questo modello; dall'altro, l'invecchiamento della popolazione e la contrazione demografica pongono interrogativi cruciali sulla sostenibilità futura del sistema previdenziale e assistenziale. In questo scenario, il consulente finanziario è chiamato a svolgere una funzione di ponte, affiancando i risparmiatori nella pianificazione del proprio futuro e contribuendo a ridurre i rischi di esclusione finanziaria, specialmente nei territori privi di filiali bancarie. La silver economy rappresenta al contempo una sfida e un'opportunità. Gli over 50 detengono una quota rilevante della ricchezza nazionale e necessitano di servizi finanziari sempre più personalizzati, che tengano conto delle esigenze legate alla longevità, alla protezione del patrimonio e al trasferimento generazionale. I modelli di "age-friendly banking" adottati in paesi come Giappone, Stati Uniti e Regno Unito offrono spunti interessanti per sviluppare anche in Italia strumenti come le long-term care, le polizze contro la demenza senile e i programmi di equity release. Il confronto con Francia, Spagna e Germania mostra come in Europa coesistano modelli organizzativi e regolamentari differenti, accomunati dalla crescente attenzione alla trasparenza, alla qualificazione professionale e alla protezione degli investitori. Emerge tuttavia una criticità comune: la frammentazione normativa e la persistente preferenza per la consulenza su base provvisoria, che in Italia raggiunge il 68%, mentre il modello indipendente fatica ancora a decollare. Un ulteriore elemento critico riguarda il ricambio generazionale nella professione. L'età media dei consulenti si attesta intorno ai 52 anni e il settore sconta un progressivo invecchiamento non compensato da un adeguato afflusso di giovani. Per favorire l'ingresso di nuove generazioni è necessario promuovere modelli organizzativi basati su team multidisciplinari, in cui l'esperienza dei senior si combini con le competenze digitali dei junior, e sostenere tali iniziative con adeguati incentivi fiscali. In conclusione, la consulenza finanziaria si conferma un settore strategico per il futuro del Paese. La sua capacità di rispondere alle sfide demografiche, di colmare i divari di educazione finanziaria e di raggiungere le aree territoriali più fragili sarà determinante per garantire il benessere economico delle famiglie italiane e la sostenibilità complessiva del sistema. Affinché ciò avvenga, è necessario proseguire sulla strada del rafforzamento dei

requisiti professionali, della trasparenza e dell'attrattività verso i giovani, riconoscendo al consulente non solo la funzione di esperto finanziario, ma anche quella di presidio sociale in un welfare in profonda trasformazione.

BIBLIOGRAFIA

Assoreti, “Assoreti”, in: *Chi Siamo e Mission*, <https://assoreti.it/associazione/> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Assoreti, “LINEE GUIDA sulla conoscenza e sulla competenza del consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede”, 2021, pp. 1-14, https://assoreti.it/wp-content/uploads/2021/06/Linee-guida-Assoreti-conoscenza-e-competenza_080621.pdf (ultima consultazione: 5 marzo 2026).

Anasf, “Anasf e Fecif presentano in anteprima europea il White Book della consulenza finanziaria”, in: *Anasf*, 2025, <https://anasf.it/categoria/news/anasf-e-fecif-presentano-in-anteprima-europea-il-white-book-della-consulenza-finanziaria> (ultima consultazione 18 marzo 2026).

Assoreti, “La rappresentatività delle Reti di consulenza sulle attività finanziarie delle famiglie italiane e sul mercato del risparmio gestito”, “La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane”, in: *Relazione annuale 2024*, 2025, pp. 2-4, <https://assoreti.it/wp-content/uploads/2025/05/Relazione-annuale-2024.pdf> (ultima consultazione: 30 marzo 2026).

Assoreti, “5,4 milioni di italiani investono con la consulenza: patrimonio record sopra i mille miliardi”, in: *Comunicato stampa*, 2026, <https://assoreti.it/wp-content/uploads/2026/03/Comunicato-Stampa-Assoreti-Dati-Dicembre-2025.pdf> (ultima consultazione 28 marzo 2026).

Altalex, “Consob - operatore qualificato in strumenti finanziari - dichiarazione del legale rappresentante - dichiarazione di scienza - efficacia - esclusione [art. 31 co. 2 Reg. Consob 11522/1998]”, in: *Consob, operatore qualificato in strumenti finanziari*, 2007, <https://www.altalex.com/documents/news/2007/06/24/consob-operatore-qualificato-in-strumenti-finanziari> (ultima consultazione: 24 marzo 2026).

Baglioni, A., “Introduzione”, in *Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo?*, 2019, 3, pp. 1-2, https://www.comitatoeducazioneфинanziaria.gov.it/export/sites/sitepof/modules/quaderni_ricerca/completo-pubblicazione-Baglioni.pdf (ultima consultazione: 10 marzo 2026).

Banca D’Italia, “Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14”, in: *Altre pubblicazioni di educazione finanziaria*, 2017,

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altre-pubblicazioni-eduфин/iniziative-eduфин-2012-2014/index.html?dotcache=refresh> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Banca Widiba, “Storia della consulenza finanziaria: mercato, normativa e responsabilità”, 2025, <https://giannitariciotti.consulente.widiba.it/blog/storia-della-consulenza-finanziaria-mercato-normativa-e-responsabilita-AW3HF> (ultima consultazione: 5 marzo 2026).

Bluerating, “Consulenti: per gli investitori italiani conta più la fiducia della performance”, in: *Bluerating*, 2026, <https://www.bluerating.com/banche-e-reti/863956/consulenti-per-gli-investitori-italiani-conta-piu-la-fiducia-della-performance-il-sondaggio-di-vanguard> (ultima consultazione: 10 marzo 2026).

Borsa italiana, “Cosa è il Benchmark e perché si utilizza in ambito finanziario”, in: *FTA Online News*, 2020, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/benchmark.htm#:~:text=Con%20il%20termine%20benchmark%20si,rispetto%20all'andamento%20del%20mercato.> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Bove, M., Cantiello, F., “La consulenza finanziaria e l’offerta fuori sede in Europa: una breve analisi comparatistica”, in: *Assoreti*, 2025, pp. 5-9, <https://fia.assoreti.it/wp-content/uploads/2025/03/Marzia-Bove-e-Flavia-Cantiello-La-consulenza-finanziaria-e-lofferta-fuori-sede-in-Europa.-Una-breve-analisi-comparatistica.pdf> (ultima consultazione: 31 marzo 2026).

Calcagno, R., Monticone, C., “Financial literacy and the demand for financial advice”, in: *Journal of Banking & Finance*, 2015, 50, pp. 363-380.

Caparello, A., “Consulenti finanziari: in Europa prevale ancora il modello a provvigione, risparmiatori troppo prudenti”, in: *Wall Street Italia*, 2025, <https://www.wallstreetitalia.com/consulenti-finanziari-in-europa-prevale-ancora-il-modello-a-provvigione-risparmiatori-troppo-prudenti/> (ultima consultazione: 30 marzo 2026).

Carbone, F., “Cos’è FINRA, Financial Industry Regulatory Authority: guida”, in: *Fxempire*, 2021, <https://www.fxempire.it/education/article/cose-finra-financial-industry-regulatory-authority-guida-168583> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Celine, T., “Tipologie di consulenza finanziaria”, in: *Il servizio di consulenza finanziaria: l’evoluzione, la disciplina e i limiti operativi*, 2021, pp. 33-35.

Commissione europea, “Il Green Deal europeo. Per diventare il primo continente a impatto climatico zero”, in: *Priorità 2019-2024*, 2019, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Consob, “Consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari”, in: “*Comunicazione n. DI/98080597 del 14-10-1988*”, 1988, <https://www.consob.it/documents/1912911/1926871/98080597.pdf/8b6145c8-c541-4290-d096-d97b7a8cc56f> (ultima consultazione: 24 marzo 2026).

Consob, “Applicabilità alla prestazione dei servizi accessori delle regole di comportamento di cui all'art. 21 del decreto legislativo n. 58/1998 e al regolamento Consob n. 11522/1998”, in: *Comunicazione n. DI/99038880 del 14-5-1999*, 1999, <https://www.consob.it/documents/1912911/1926871/99038880.pdf/ef38ef4a-a372-7f5c-9277-fa7a2f6e88bd> (ultima consultazione: 24 marzo 2026).

Consob, “Il rischio finanziario e le sue varie dimensioni”, in *Rischio e investimento*, n. scheda 3, 2017, pp. 2-5, <https://www.consob.it/documents/11981/0/Rischio+e+investimento/4a4ddf06-88dc-4db3-9fa9-9c97f11c4fd6> (ultima consultazione: 10 marzo 2026).

CONSOB, “La CONSOB”, in: *Area pubblica*, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/consob> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Criscione, A., “Consulenza finanziaria: Anasf e Fecif presentano la “radiografia” europea”, in: *Il sole 24 ore*, 2025, <https://www.ilsole24ore.com/art/consulenza-finanziaria-anasf-e-fedif-presentano-radiografia-europea-AH7GW8xD> (ultima consultazione 18 marzo 2026).

Curcio, D., Di Giorgio, G., Zito, G., “CASMEF Working Paper Series. Previdenza complementare e consulenza finanziaria: la sfida dei nuovi scenari demografici e del ricambio generazionale”, in: *EconStor*, 2023, n. 3, pp.3-7, 14-18, 22-25, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/320017/1/casmeff-wp2023-03.pdf> (ultima consultazione: 30 marzo 2026).

Di Cagno D.T, Panaccione, L., “Le decisioni di investimento e le evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie”, in: *Le sfide dell'educazione finanziaria. La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace*, a cura di Linciano, N., Soccorso, P., 2018, 84, pp. 25, 29-30,

<https://www.consob.it/documents/1912911/1993674/qdf84.pdf/8e148cb8-340b-c490-631f-a32f7597b19c> .

ESMA, “Informazioni sull’ESMA”, in: *ESMA European Securities and Markets Authority*, <https://www.esma.europa.eu/it/informazioni-sullesma> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

European Union, “Revisione della procedura Lamfalussy”, in: *EUR-Lex*, 2006, <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/review-of-the-lamfalussy-process.html> (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Ghetti, R., “L’evoluzione dell’ordinamento italiano”, in: *La consulenza in materia di investimenti*, 2014, pp. 92-96, https://amsdottorato.unibo.it/id/eprint/6703/1/Ghetti_Riccardo_Tesi.pdf (ultima consultazione: 18 marzo 2026).

Governo Italiano, “G20”, in: *Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale*, https://www.esteri.it/it/politica-estera-e-cooperazione-allo-sviluppo/organizzazioni_internazionali/g20/ (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

Il ministero dell’economia e delle finanze, “Regolamento di disciplina dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, nonché dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria”, in *CONSOB*, 2012, pp. 2-4, [https://www.consob.it/documents/1912911/1944242/mef_2012_66.pdf/5001f8e5-0d79-302b-bc99-ce8437e7a959#:~:text=%20Regolamento%20di%20disciplina%20dei%20requisiti%20patrimoniali,societ%C3%A0%20di%20consulenza%20finanziaria%20\(Adottato%20dal%20Ministero.](https://www.consob.it/documents/1912911/1944242/mef_2012_66.pdf/5001f8e5-0d79-302b-bc99-ce8437e7a959#:~:text=%20Regolamento%20di%20disciplina%20dei%20requisiti%20patrimoniali,societ%C3%A0%20di%20consulenza%20finanziaria%20(Adottato%20dal%20Ministero.) (ultima consultazione 4 marzo 2026).

Mautone, R., "Investimenti ESG: La Chiave dei Consulenti Finanziari per Guidare le Imprenditorialità Verso un Futuro Sostenibile", in: *Financial insight Assoreti*, 2025, pp. 1-10, <https://fia.assoreti.it/wp-content/uploads/2025/01/Investimenti-ESG.-La-Chiave-dei-Consulenti-Finanziari-per-Guidare-le-Imprenditorialita-Verso-un-Futuro-Sostenibile.pdf> (ultima consultazione: 10 marzo 2026)

MEF Dipartimento delle finanze, “Direttiva Comunità Europea del 21/04/2004 n. 39”, in: *Gazzetta Ufficiale*, n. 145, 2004, <https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getArticoloDetailFromResultList.do?id={90A258CB->

[288C-4BAD-9C48-24C8F46B9EC3}&codiceOrdinamento=200000400000000&idAttoNormativo={2A93CD49-0F64-457C-BF51-B547802136B7}#:~:text=Documentazione%20Economica%20e%20Finanziaria%20%2D%20Dettaglio%20Articolo](#) (ultima consultazione: 24 marzo 2026).

Ministero dell’Economia e delle Finanze, “OCSE - Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico”, in: *MEF Dipartimento del tesoro*, https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/rapporti_finanziari_internazionali/organismi_internazionali/ocse/ (ultima consultazione: 1 aprile 2026).

MSCI, “MSCI ESG Screened Indexes Methodology”, in: MSCI, 2023, pp. 3-4, https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_ESG_Screened_Indexes_Methodology_Feb_2023.pdf (ultima consultazione: 25 marzo 2026).

Muller, M., Sacco, D., “La performance degli investimenti ESG Tra driver e strategie di gestione”, in: *Perspectives special*, 2025, pp. 3-5 7-9, <https://www.deutsche-bank.it/files/documents/2025-CIO/PERSPECTIVESSpecial-LaperformancedegliinvestimentiESG-Tradriverestrategiedigestione.pdf> (ultima consultazione: 10 marzo 2026).

Napoletano, E., “Consulente finanziario: chi è, cosa fa, quanto guadagna”, in *Forbes*, 2023, <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/consulente-finanziario-cosa-fa/> (ultima consultazione 4 marzo 2026).

Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei Consulenti Finanziari, “La funzione di tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari”, in: *Relazione Annuale 2024*, 2025, pp. 43-54.

Parlamento Italiano, “Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all’adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi”, in: *Gazzetta Ufficiale*, n. 186, 1996, <https://www.parlamento.it/parlam/leggi/deleghe/96415dl.htm#:~:text=2.%20E’%20promotore%20finanziario%20la%20persona%20fisica,svolta%20esclusivamente%20nell’interesse%20di%20un%20solo%20soggetto>. (ultima consultazione: 24 marzo 2026).

Reteconomy, “Albo dei consulenti finanziari indipendenti: chi sono e come trovarli”, in *Reteconomy*, 2025, <https://www.reteconomy.it/albo-dei-consulenti-finanziari-indipendenti-chi-sono-e-come-trovarli/> (ultima consultazione 4 marzo 2026).

Ronchetti, N., “1991-2021, 30 years of resolve”, in: *Finer finance explorer*, 2021, <https://finer.digital/en/1991-2021-30-years-of-resolve/> (ultima consultazione: 5 marzo 2026).

Ruffo, E., “Il quadro normativo”, in: *Gli obblighi di informazione a carico dell’intermediario finanziario: natura giuridica e rimedi*, 2011, pp. 9-16, https://epub.uni-regensburg.de/33712/1/Dissertation%20complete%20edition_ER.pdf (ultima consultazione: 17 marzo 2026).

Schwartzkopff, F., “Asset managers quietly add ‘ESG’ to portfolios of defence stocks”, in: *The west Australian*, 2023, <https://thewest.com.au/business/markets/asset-managers-quietly-add-esg-to-portfolios-of-defence-stocks-c-12670159#respond> (ultima consultazione: 25 marzo 2026).

Semorile, F., “L’evoluzione normativa della consulenza finanziaria”, in: *Robo advisory, la disciplina frammentata di servizio ancora in fieri*, 2018, pp. 8-14 23-25, https://tesi.luiss.it/22957/1/680361_SEMORILE_FEDERICO_Roboadvisory%2C%20la%20disciplina%20frammentata%20di%20un%20servizio%20ancora%20in%20fieri%20-Tesi%20Semorile%20e%20riassunto.pdf (ultima consultazione: 17 marzo 2026).

Technopolis group, “Estimating the potential size of the EU Silver Economy”, in: *The silver economy*, 2018, pp.8-9, https://publications.europa.eu/resource/cellar/a9efa929-3ec7-11e8-b5fe-01aa75ed71a1.0001.01/DOC_1 (ultima consultazione: 30 marzo 2026).

Teha group, Assoreti, “Il ruolo della consulenza finanziaria nell’evoluzione demografica del paese e nell’evoluzione nazionale di ricchezza”, in: *La consulenza finanziaria, motore per la valorizzazione del risparmio e la crescita economica dell’Italia*, 2025, pp. 38-45, https://assoretiformazione.it/wp-content/uploads/2025/06/Forum-Assoreti-TEHA-26-05-2025_Rapporto-Strategico.pdf (ultima consultazione: 9 marzo 2026).

TEHA, “La nostra storia. Orgogliosi del nostro passato. Proiettati al futuro.”, in: *Home*, <https://www.ambrosetti.eu/la-nostra-storia/> (1 aprile 2026).