



REGIONE SICILIANA  
PRESIDENZA



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI PALERMO

#UNIPA2017   
PALERMOCITTÀUNIVERSITARIA

# LA TUTELA DEL RISPARMIO



Vademecum per i consumatori



Università degli  
Studi di Messina



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ENNA "KORE"

"Realizzato nell'ambito del Programma Generale di intervento della Regione Siciliana 2016/2017 con l'utilizzo dei fondi del Ministero dello Sviluppo Economico - Ripartizione 2015"

Coordinamento scientifico e introduzione:

Prof. Fabio Mazzola - Università degli Studi di Palermo;

Gruppo di lavoro:

Prof. Carlo Bavetta - Università degli Studi di Palermo - cap.5;

Prof. Roberto Caratozzolo - Università degli Studi di Messina - cap. 7;

Prof. Francesco Cirao - Università degli Studi di Messina - cap.1, app.1;

Prof. Vincenzo Fasone - Università degli Studi di Enna "KORE" - cap. 4;

Prof. Dario Maimone Ansaldo Patti - Università degli Studi di Messina - cap. 3;

Prof. Fabrizio Piraino - Università degli Studi di Palermo - cap. 6;

Prof. Enzo Scannella - Università degli Studi di Palermo - cap. 2;

Prof. Raffaele Scuderi - Università degli Studi di Enna "KORE" - cap. 1, app. 2;

Segreteria tecnica:

Sig. Antonio Marinaro - Università degli Studi di Palermo

Finito di stampare  
nel mese di luglio 2017

# INDICE

<b>PRESENTAZIONE</b>	p. 5
<b>INTRODUZIONE</b>	6
<b>1. IL SISTEMA FINANZIARIO</b>	8
Le funzioni del sistema finanziario	8
Regolamentazione e Controlli del sistema finanziario	10
Il tasso d'interesse	11
Interesse, rendimento, rischio e spread	12
Il ruolo della Banca Centrale Europea	13
<b>2. LE DIFFERENTI TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO FINANZIARIO</b>	15
Investire consapevolmente: bisogni e criteri di scelta	15
Depositi a risparmio e Depositi in conto corrente	17
Titoli di Stato italiani	19
Certificati di deposito	22
Pronti contro termine	24
Depositi e Buoni fruttiferi postali	26
Obbligazioni bancarie	28
Obbligazioni societarie	30
Fondi comuni di investimento	32
L'investimento in Azioni	34
La previdenza complementare dei Fondi Pensione	36
<b>3. GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	39
Investire in Borsa	39
Cosa sono i derivati ?	40
I principali strumenti finanziari derivati	42
Il rischio negli strumenti derivati	46
<b>4. INVESTIMENTI E PAGAMENTI IN VALUTA ESTERA</b>	49
Il tasso di cambio	49
La lettura dei listini di cambio	50
Come usare i mezzi di pagamento in valuta estera	51
I rischi degli investimenti in valuta	52
<b>5. I PROFILI DI RESPONSABILITA' CIVILE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI</b>	55

La tutela giudiziale del risparmio prevista dall'ordinamento nazionale	57
I sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie	58
Il ricorso all'Arbitro Bancario Finanziario (ABF)	59
Il ricorso all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF)	60
Il ruolo del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD)	61
Il ruolo del Fondo Nazionale di Garanzia per gli investimenti mobiliari	62
<b>6. IL DIRITTO ALL'INFORMAZIONE</b>	64
La trasparenza	64
Gli obblighi d'informazione degli intermediari finanziari	64
Gli obblighi d'informazione nei rapporti bancari	66
I servizi di pagamento	67
La forma informativa	68
Verifica del merito creditizio	69
<b>7. LE NORME DI SALVAGUARDIA E LA TUTELA DEI DIRITTI</b>	71
La tutela del risparmio nell'Unione Europea	71
La tutela costituzionale del risparmio nell'ordinamento nazionale	73
La tutela del risparmio: la disciplina del Testo Unico della Finanza (TUF)	75
La responsabilità degli intermediari finanziari	76
L'offerta fuori sede dei servizi finanziari	77
Gli obblighi degli emittenti. Il prospetto informativo	78
Conclusioni: il ruolo dell'educazione finanziaria	80
<b>APPENDICE 1 - LE AUTORITA' DI VIGILANZA</b>	82
La funzione di vigilanza sul sistema finanziario	82
Le autorità sovranazionali di vigilanza finanziaria	83
Le autorità di vigilanza nazionali	85
Le altre Autorità	86
Il quadro normativo nazionale. Il Testo Unico Bancario e il Testo Unico della Finanza	87
<b>APPENDICE 2 - LA POLITICA MONETARIA</b>	89
La moneta e la Banca Centrale	89
La BCE e la quantità di moneta	90
La BCE e l'immissione di moneta nell'economia	91
La relazione tra tasso di interesse e politica monetaria	92
<b>GLOSSARIO</b>	93

## PRESENTAZIONE

Con la realizzazione del Programma Generale di intervento "Sicilia e consumatori: diritti e tutele", la Regione siciliana intende favorire la circolarità della comunicazione sulle politiche messe in atto dalla Regione Siciliana in materia di tutela dei consumatori; questo scopo viene raggiunto, in collaborazione con le associazioni dei consumatori riconosciute dalla normativa regionale di settore, attraverso una molteplicità di tematiche trattate e di azioni rivolte ai cittadini, che, nel complesso mondo della erogazione di beni e servizi, spesso si scontrano con comportamenti scorretti che sortiscono effetti negativi nella economia di un bilancio domestico che, a causa della perdurante crisi economica, affligge maggiormente le fasce socio-economiche più deboli.

Offrire ai consumatori siciliani una corretta informazione sui propri diritti, ma anche sui doveri, non può non innestarsi in un processo di sviluppo di una coscienza che porti verso un consumo consapevole e responsabile, primo passo di una maggiore tutela delle risorse economiche disponibili, ma anche dell'ambiente circostante in cui vive ciascuno di noi.

E proprio in quest'ottica che, in collaborazione con le Università degli Studi di Palermo, Messina e "Kore" di Enna, nell'ottica di una efficace azione di sinergia istituzionale tra la Regione siciliana e gli Atenei presenti nell'Isola, è stata realizzata la pubblicazione "Tutela del risparmio", nata con il preciso scopo di offrire alla collettività uno strumento informativo nel delicato ambito degli investimenti dei propri risparmi.

E' di tutta evidenza che, più alta è la quota di fiducia dei risparmiatori, maggiori sono le risorse che vengono indirizzate verso i settori dell'investimento, sia pubblico che privato.

Una attenta campagna informativa, svolta attraverso la divulgazione della pubblicazione, unitamente a momenti seminariali di approfondimento che riguarderanno l'intero territorio regionale, offrirà ai consumatori la possibilità di individuare forme di investimento del risparmio meglio delineate alle proprie esigenze ed al proprio profilo di investitori.

Informazione e consapevolezza: due elementi inscindibili che, se ben veicolati, possono costituire la base per una più idonea, mirata e sicura azione di utilizzo dei risparmi dei consumatori, compatibile con una visione più fiduciosa del loro futuro.

G. PATRIZIA MONTEROSSO  
Segretario Generale  
Presidenza Regione Siciliana

ROSARIO CROCETTA  
Presidente Regione Siciliana

## INTRODUZIONE

Una recente indagine condotta da GfK-Eurisko evidenzia come negli ultimi quindici anni la capacità di risparmio degli italiani sia scesa dal 66% al 54% e come la loro voglia di investimento si sia drasticamente contratta dal 48% al 27%. L'acuirsi della crisi economica, originata dalla bolla dei mutui *sub-prime* e poi perpetuata con la crisi dei debiti sovrani, ha reso fin troppo evidente come il consumatore risulti spesso disarmato e inerme di fronte alle crisi globali, soprattutto nei confronti di quelle originate sui mercati finanziari.

Ciò determina la necessità di rafforzare innanzitutto la conoscenza dei diversi strumenti finanziari da parte dei potenziali risparmiatori e soprattutto di conoscere i rischi connessi agli stessi strumenti.

Parallelamente si pone la necessità, avvertita anche dagli stessi operatori, di fronteggiare e, ove necessario, di contrastare gli abusi da parte di banche e altri intermediari finanziari. Su un piano più complesso, sembra necessario informare i risparmiatori su come vengano distribuiti i costi dei salvataggi bancari che continuano ad avere luogo nell'ambito del processo di continua razionalizzazione del sistema bancario. Non più di qualche mese fa la stessa Associazione Bancaria Italiana (ABI) ha definito i principi guida sulle informazioni chiave che gli operatori finanziari devono fornire ai clienti nella distribuzione dei loro prodotti.

A partire dal 2017 è peraltro aumentato (dal 38% al 52%) il peso dei depositi sul totale dei mezzi finanziari e, nonostante tutto, gli strumenti più diffusi nell'ambito del portafoglio dei risparmiatori italiani rimangono le obbligazioni bancarie. Ciò anche in virtù del fatto che, a causa dell'inasprimento dei vincoli patrimoniali connessi alle direttive di Basilea, le banche sono portate ad emettere titoli in modo da realizzare un minore impatto sul loro patrimonio.

Il gap di informazione delle famiglie italiane rimane notevole: in una indagine della Consob dello scorso anno, su un campione della popolazione tra i 35 e i 74 anni, solo il 40% degli intervistati appariva in grado di definire correttamente nozioni di base come l'inflazione o il rapporto rischio/rendimento. E tale percentuale tende a ridursi in modo più che proporzionale se all'interno di tale gruppo si considera il solo segmento della popolazione più anziana. Per altri versi, la cultura economico-finanziaria degli studenti italiani risulta molto più bassa di quella dei loro colleghi europei, come evidenziato dal rapporto dell'OCSE sulla alfabetizzazione finanziaria. Anche in questo campo si avverte, inoltre, uno squilibrio Nord/Sud nell'apprendimento dei concetti finanziari.

Il tema della *education* finanziaria assume dunque una rilevanza strategica e coinvolge in prima battuta i soggetti istituzionali che devono fornire al cittadino le necessarie garanzie per il rispetto di principi fondamentali come la perfetta

informazione e la libera concorrenza, che potrebbero talvolta non essere garantiti sui mercati finanziari. Tale tema coinvolge anche il mondo accademico, sempre più impegnato, sul piano della terza missione e del *social engagement*, ad affiancare, con progetti di formazione che coinvolgono il territorio, le tradizionali funzioni relative alla didattica e alla ricerca.

In tal senso, lo sforzo congiunto di un gruppo di docenti delle Università siciliane di Palermo, Messina ed Enna, esperti di un ampio spettro di discipline (dall'economia degli intermediari finanziari alla politica economica, dall'economia aziendale al diritto privato, dal diritto commerciale al diritto bancario) ha studiato le modalità con cui rendere semplici e porgere le nozioni elementari della finanza ai potenziali risparmiatori, con particolare riferimento ai soggetti più deboli, e cioè anziani e giovani.

Dopo un inquadramento sulle principali funzioni del sistema finanziario e sui principali concetti-base maggiormente utilizzati nel mondo del risparmio (cap.1), il vademecum illustra le principali tipologie di investimento finanziario (cap.2), con un approfondimento sugli strumenti più rischiosi come gli strumenti derivati (cap.3) e gli investimenti in valuta estera (cap.4). La seconda parte del vademecum delinea i profili essenziali di tutela del risparmio nel nostro ordinamento e affronta, nel cap.5, la normativa più recente in materia di risoluzione delle controversie bancarie e di fondi di garanzia. Il cap.6 tratta del diritto all'informazione da parte dei risparmiatori-consumatori e dei connessi obblighi informativi da parte delle banche e degli altri operatori finanziari. Infine il cap.7 affronta il problema delle norme di salvaguardia e della tutela del risparmio nell'ordinamento nazionale ed europeo. Completano il lavoro due Appendici che approfondiscono i temi delle Autorità di Vigilanza nazionali e sovranazionali e della politica monetaria nell'area dell'Euro.

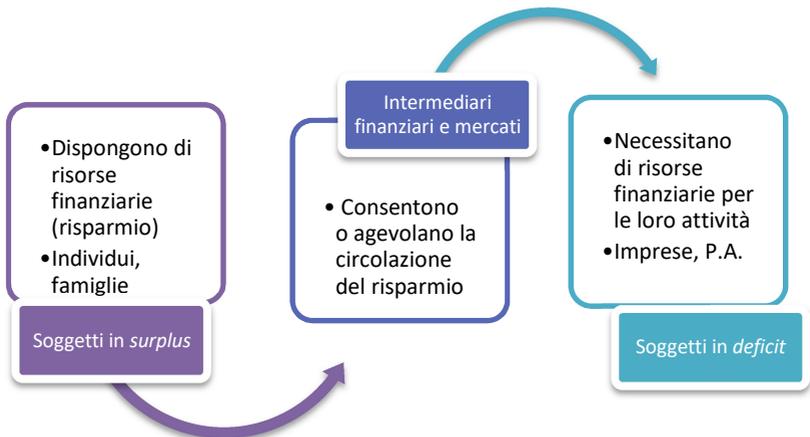
Ne viene fuori un lavoro piuttosto dettagliato ma al tempo stesso agile e, anche grazie ad un efficace glossario, di facile lettura per chi si voglia avvicinare al tema del risparmio, consapevole dell'importanza che un'informazione preventiva può avere al fine di sfruttare al meglio le opportunità di investimento finanziario. Ciò al fine di rendere tale investimento adeguato alle esigenze e agli obiettivi dei cittadini-risparmiatori, facendo in modo che gli stessi si documentino sui rischi e sulle modalità di gestione del rischio nel contesto dell'ordinamento e dell'assetto istituzionale vigente.

Fabio Mazzola  
Professore di Politica economica  
Prorettore Vicario Università di Palermo

# 1. IL SISTEMA FINANZIARIO

## Le funzioni del sistema finanziario

Il **sistema finanziario** è l'insieme organizzato di mercati, intermediari e strumenti finanziari. Il suo corretto funzionamento presuppone l'applicazione di regole e controlli. Attraverso la produzione e l'offerta di servizi finanziari, il sistema finanziario svolge un ruolo fondamentale per il funzionamento di un'economia moderna. Gli intermediari finanziari, infatti, ricevono dai risparmiatori risorse che prestano o indirizzano alle imprese, o alle pubbliche amministrazioni, per finanziare le attività di queste.



La complessità e i tecnicismi tipici della disciplina del mercato finanziario alimentano il rischio di abusi e di frodi da parte degli operatori più spregiudicati, a danno soprattutto dei soggetti sprovvisti delle competenze minime necessarie. Un buon grado di conoscenza in campo finanziario, dunque, può aiutare ad effettuare scelte di investimento ragionate e consapevoli e, in definitiva, a difendere i propri risparmi da quei tentativi di

aggressione di cui le cronache degli ultimi tempi hanno dato, purtroppo, frequente testimonianza.

Il sistema finanziario si suddivide in tre mercati, tra loro strettamente interconnessi:



**Il mercato bancario**, nel quale le banche acquisiscono denaro dalla propria clientela (sotto forma di depositi, o in altre forme che prevedano comunque la restituzione delle somme ricevute, con la maggiorazione di un interesse) e lo utilizzano per concedere credito a terzi (famiglie, imprese, pubblica amministrazione o altri operatori di mercato), intermediando nella circolazione della moneta. Nello svolgimento di tale attività, dunque, le banche devono essere in grado di valutare l'affidabilità dei soggetti finanziati (il cd. merito creditizio), assumendosi il rischio della loro futura insolvenza.

**Il mercato mobiliare**, nel quale è consentito agli investitori di acquistare (o vendere), tramite gli intermediari autorizzati, prodotti o strumenti finanziari emessi da imprese (ad es., titoli azionari o obbligazionari) o da enti pubblici (ad es., BOT) per finanziare la propria attività. Una volta acquistati sul cd. mercato primario, molti di questi prodotti (in particolare, gli strumenti finanziari, caratterizzati dalla "negoziabilità") possono essere oggetto di ulteriori e ripetute operazioni di compravendita, svolte tra investitori sul cd. mercato secondario (ad es., i mercati borsistici). A differenza di quanto accade per il mercato bancario, l'intermediario mobiliare che propone o cura l'investimento non si assume il relativo rischio.





**Il mercato assicurativo**, nel quale avviene la raccolta, da parte delle imprese di assicurazione, di somme di denaro ("premi") versate dai soggetti che intendono garantirsi

contro le conseguenze dannose di uno specifico rischio, al verificarsi del quale l'intermediario si impegna ad erogare una determinata prestazione patrimoniale (ad es., un risarcimento in caso di sinistro, nelle assicurazioni ramo danni, o il pagamento di una somma predeterminata, nelle assicurazioni ramo vita).

La suddivisione del mercato finanziario, sopra descritta, non deve essere intesa, tuttavia, in senso rigido, poiché molteplici fattori (storici, sociali e normativi) hanno condotto, nel tempo, ad una progressiva e sempre più intensa integrazione fra i distinti comparti. Alcuni operatori, ad esempio, possono svolgere, oltre alla propria attività tipica, anche attività rientranti negli altri comparti (le banche, ad es., sono abilitate anche alla prestazione dei servizi di investimento e, più in generale, allo svolgimento di ogni altra attività finanziaria, secondo il modello della "banca universale").

### **Regolamentazione e Controlli del sistema finanziario**

Sul piano giuridico il risparmio è tutelato, "in tutte le sue forme", dall'art. 47 della Costituzione italiana, che giustifica l'adozione di una disciplina speciale per il mercato finanziario (e per ciascuno dei suoi comparti), nonché l'istituzione della cosiddetta "vigilanza", ossia di un complesso apparato di controlli pubblici sul medesimo e sui soggetti che vi operano (v. Appendice 1).



## Il tasso d'interesse

Il mercato finanziario offre al consumatore un'elevata varietà di strumenti per investire i propri risparmi. Alcuni offrono un rendimento dato dalla differenza tra prezzo di rimborso e prezzo di acquisto (cosiddetti "zero coupon").



Altri, invece, offrono periodicamente interessi. Vi sono, infine, strumenti che prevedono che l'interesse guadagnato periodicamente entri "automaticamente" a far parte del capitale investito (capitalizzazione composta): il capitale che investiamo andrà aumentando periodo dopo periodo, e genererà proporzionalmente interessi sempre maggiori. Si parla invece di capitalizzazione semplice se l'interesse è calcolato sempre sullo stesso capitale, che pertanto non aumenta al trascorrere del tempo in quanto gli interessi non ne entrano a far parte.

Il guadagno che ci attendiamo da un investimento è uno degli elementi più importanti che guidano la decisione a investire i nostri risparmi. Il *tasso di interesse* è la principale misura di quanto ci farà guadagnare un investimento in un determinato periodo di tempo. Esso esprime in termini percentuali quanto renderà il capitale investito: maggiore è il tasso d'interesse, più alto è il guadagno per chi investe.

La principale distinzione tra diverse tipologie di tasso d'interesse è quella tra *tasso fisso e variabile*. Il *tasso fisso* garantisce un rendimento che conosciamo con certezza quando investiamo il capitale. Il *tasso variabile*, invece, si modifica al variare del tempo, e quindi il relativo rendimento è solitamente sconosciuto al momento dell'investimento.

## Interesse, rendimento, rischio e spread.

Negli investimenti vale un principio semplice: i rendimenti più alti sono di solito collegati agli investimenti più rischiosi. Per "*rischio*" ci riferiamo alla possibilità che il capitale che abbiamo investito vada perso, in tutto o in parte.



Si pensi per esempio a uno Stato che vuole raccogliere denaro presso gli investitori emettendo titoli che garantiscono un rendimento certo a una determinata scadenza futura. Qualora gli investitori percepissero che lo Stato potrebbe avere difficoltà a rimborsare il debito alla scadenza, chiederebbero un maggiore rendimento come premio per il rischio. Di conseguenza, all'aumentare del rischio che il debitore non sia solvibile, aumenta anche il rendimento del titolo.



Giornalmente nei mercati finanziari sono quotati i *titoli di Stato*. Il tasso d'interesse che emerge dalle relative contrattazioni misura "quanto" gli investitori richiedono per acquistare il titolo di Stato: all'aumentare del tasso d'interesse richiesto aumenta la "diffidenza" degli investitori verso quel titolo di Stato.

A ciò si lega un tema piuttosto frequente nella recente attualità economica, cioè quello dello *spread*. Tale termine è piuttosto generico in economia e vuol dire "differenziale". Esso è una misura di quanto "qualcosa" è differente da "qualcos'altro". Di solito, il termine "spread" di cui i mass media italiani parlano fa riferimento a quanto il rendimento richiesto dagli investitori per un titolo di Stato italiano (il "BTP", Buono del Tesoro Poliennale, un titolo a tasso variabile) è distante da un titolo di Stato dalle simili caratteristiche ritenuto "sicuro" dai mercati (il "Bund",

emesso dalla Germania). Lo spread indica, pertanto, quale grado di rischio percepiscono gli investitori nell'investire in Italia rispetto alla Germania.

Lo spread aumenta se gli investitori percepiscono che la situazione economica in Italia possa peggiorare, o che quella tedesca possa migliorare; viceversa, diminuisce se si percepisce che la situazione economica in Italia sia in miglioramento, o che quella tedesca sia in peggioramento.

Ad esempio, in seguito a una crisi politica che porta alle dimissioni del governo, lo spread potrebbe aumentare se gli investitori temono che l'instabilità politica si possa ripercuotere sull'economia.

### **Il ruolo della Banca Centrale Europea**

Uno dei tassi d'interesse più importanti è quello fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE) ed è lo strumento più importante della politica monetaria (v. Appendice 2). E' un'informazione fondamentale per noi consumatori perché su esso si basano, tra le altre cose, i tassi d'interesse che sono applicati dalle banche commerciali ai prestiti ai clienti, il tasso con cui le banche commerciali si prestano il denaro tra di loro, il tasso di cambio. La **BCE** fissa il tasso d'interesse per l'intera area euro, cioè il tasso d'interesse praticato è lo stesso per tutti i paesi che adottano l'euro.

La BCE è la più grande istituzione dell'Unione Europea che gioca un ruolo preponderante nella stabilità del sistema finanziario effettuando una sorveglianza dei mercati e delle istituzioni di questo settore. La BCE lavora di concerto con le banche centrali dei 9 paesi membri dell'Unione Europea che non adottano l'Euro, incluso il Regno Unito che come è noto ha tuttavia avviato le

procedure per l'uscita dalla UE (cosiddetta "Brexit"). L'insieme di queste istituzioni così costituito si chiama **Sistema Europeo delle Banche Centrali** o SEBC. Il suo ruolo è anche di coordinare le banche centrali dei 19 paesi della zona Euro nel cosiddetto Eurosystem.

## 2. LE DIFFERENTI TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO FINANZIARIO

### Investire consapevolmente: bisogni e criteri di scelta

Investire i propri risparmi è un'attività complessa, che richiede tempo, volontà e capacità. I risparmi possono essere investiti scegliendo autonomamente gli strumenti in cui investire, oppure chiedendo consigli ad un consulente finanziario, ad una banca, alle Poste Italiane o altri intermediari finanziari abilitati da Banca d'Italia. Per una corretta gestione del risparmio occorre *prestare attenzione* ai seguenti aspetti:



- definizione dell'orizzonte temporale dell'investimento (durata dell'investimento);
- propensione al rischio e capacità di tollerare i rischi dell'investimento (nessun investimento è privo di rischi);
- obiettivi dell'investimento (accrescimento del capitale nel tempo e/o corresponsione di un provento periodico sotto forma di interessi);
- flusso di reddito atteso nel tempo e capacità di risparmio (il risparmio rappresenta la porzione di reddito che non viene consumata ma messa da parte);
- liquidità dell'investimento, cioè la possibilità di disinvestire prima della scadenza.

È consigliabile diversificare gli investimenti, cioè non investire tutti i risparmi in un'unica modalità, per evitare che l'andamento e il risultato di un solo investimento possano determinare le sorti dell'intero capitale investito. Occorre, inoltre, non vincolare tutto

il risparmio ma tener conto di eventuali emergenze ed improvvise esigenze di denaro, in modo che, in caso di necessità, una parte dei risparmi possa essere svincolata velocemente e senza sostenere costi eccessivi. L'investimento del risparmio deve essere frutto di una scelta ponderata, che rifletta le proprie esigenze e preferenze. Oggi sono disponibili una varietà di strumenti finanziari e scelte di investimento e spesso non è agevole coniugarli con le proprie esigenze ed obiettivi.

Il rendimento di un investimento è sempre strettamente legato al **rischio**, che rappresenta un aspetto tipico di ogni investimento e si può distinguere in:



-*rischio di mercato*: legato alle fluttuazioni del valore di mercato degli strumenti finanziari (con la possibilità che il rendimento dell'investimento sia inferiore alle attese);

-*rischio di credito o insolvenza*: legato alla incapacità del debitore di restituire il capitale alla scadenza e/o di pagare regolarmente gli interessi (con la possibilità che si abbia una perdita del capitale investito);

-*rischio di inflazione*: legato alla perdita del potere di acquisto della moneta nel tempo (in presenza di inflazione il rendimento reale è inferiore a quello nominale).

In linea generale, a fronte di un rischio basso corrisponde un rendimento basso, mentre più alto è il rischio e più si riesce a guadagnare; pertanto prima di prendere qualsiasi decisione di investimento è consigliabile leggere attentamente i contratti e i prospetti informativi in cui sono indicati le condizioni contrattuali e le caratteristiche dell'investimento. Occorre, inoltre, essere consapevoli delle modalità e in quali settori si sta investendo il proprio risparmio; in questo modo si può scegliere la tipologia di

investimento che è più coerente con i propri obiettivi, prospettive e valori (es. scegliere azioni e obbligazioni di società che non inquinano l'ambiente o che non sfruttano lavoro minorile).

## Depositi a Risparmio e Depositi in Conto Corrente



Il **Deposito a Risparmio** è la forma tradizionale di deposito bancario con il quale il risparmiatore deposita una somma di denaro presso una banca.

I Depositi a risparmio sono comprovati da uno speciale libretto, **nominativo o al portatore**, sul quale devono essere annotate tutte le operazioni di prelievamento e versamento. Con il libretto nominativo solo l'intestatario può eseguire i prelievi, mentre con il libretto al portatore i prelievi possono essere fatti da chiunque sia in possesso del libretto.

Una scelta molto importante, che va fatta in relazione alla possibilità di poter utilizzare le somme depositate in futuro, è quella tra **deposito bancario libero e vincolato**.

Con il deposito libero il denaro depositato può essere ritirato in qualsiasi momento, ma i tassi di interesse saranno più bassi; con il deposito vincolato i tassi di interesse saranno più elevati



ma il denaro depositato potrà essere ritirato solo alla scadenza prestabilita oppure prima della scadenza (occorre, però, un tempo minimo di preavviso stabilito dal contratto). In questo secondo caso, però, il tasso di interesse applicato sarà inferiore. In genere, più lungo è il vincolo del deposito e più elevato è il tasso di interesse. Sul libretto verranno iscritti gli interessi, al netto della ritenuta fiscale. Per calcolare gli interessi basta moltiplicare il capitale depositato per il tasso di interesse e per il numero di giorni in cui il denaro resta depositato in banca.

Il **Deposito in Conto Corrente** rappresenta la forma di deposito bancario più diffusa, con la quale è possibile effettuare molteplici operazioni (versamenti di contanti e assegni, accredito di stipendi e pensioni, pagamenti, addebiti automatici di bollette di luce, gas, telefono, rate di mutui). Il conto corrente consente di utilizzare gli strumenti di pagamento diversi dal denaro contante, quali gli assegni, i bonifici, le carte di credito, il bancomat. Ogni conto corrente viene identificato da un codice alfanumerico denominato IBAN, che si compone di 27 cifre. Periodicamente (in genere ogni 3 mesi), la banca invia al cliente un estratto conto nel quale sono riportate tutte le operazioni effettuate nel corso del trimestre. Questo consente al risparmiatore di verificare la correttezza delle movimentazioni del conto corrente. Le somme depositate nel conto corrente vengono remunerate dalla banca con un tasso di interesse. Per il *calcolo degli interessi* la banca assegna una valuta (giorno a partire dal quale si calcolano gli interessi) ad ogni operazione di addebitamento e accredito. La banca calcola gli interessi alla fine di ogni anno (31 dicembre) e riepiloga nel Prospetto competenze e spese gli interessi e ogni altra voce di spesa. Per determinare il rendimento netto dell'investimento non basta considerare solo la *ritenuta fiscale* sugli interessi (attualmente pari al 26%) ma anche le spese, commissioni e imposta di bollo.

Il **Deposito a risparmio (in particolare modo quello vincolato)** frutta maggiori interessi rispetto al conto corrente ed è scelto da quei risparmiatori che desiderano investire i loro risparmi per un tempo più o meno lungo, in modo sicuro, con l'obiettivo di conseguire una remunerazione del capitale investito. Il Deposito in conto corrente, invece, è più indicato per la gestione degli

incassi e pagamenti, per la facilità di gestione delle somme depositate, piuttosto che per conseguire finalità remunerative.

Il **Deposito a risparmio (nominativo) e in conto corrente** sono forme di investimento sicure in quanto protette dalla garanzia del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi che assicura una *copertura* fino a €100.000 per singolo depositante (vedi cap. 5). Nel caso di BCC (Banche di Credito Cooperativo) la protezione è data dal Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo.

### **Titoli di Stato italiani**

I **Titoli di Stato** sono obbligazioni emesse dallo Stato Italiano (esattamente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze) per finanziarsi. Per l'investitore, che li sottoscrive, rappresentano una forma di investimento del risparmio. E' come prestare soldi allo Stato (essendo obbligazioni, rappresentano un debito dello Stato).

Esistono diverse tipologie di Titoli di Stato. I **BOT** (Buoni Ordinari del Tesoro) sono titoli a breve scadenza (3, 6, 12 mesi) che non prevedono un pagamento periodico degli interessi ma il guadagno per il risparmiatore è dato dalla differenza tra il capitale investito (esempio: €920) e il capitale rimborsato a scadenza (esempio: € 1.000).



I **CTZ** (Certificati del Tesoro Zero-coupon) sono titoli con durata pari a 18 o 24 mesi, simili ai BOT perché non prevedono il pagamento periodico di interessi.

Il guadagno per il risparmiatore è dato dalla differenza tra il valore di rimborso e il capitale investito. I **CCT** (Certificati di Credito del Tesoro) sono titoli con scadenza a 7 anni che fruttano interessi variabili ogni 6 mesi, variabili perché il tasso di interesse cambia ogni 6 mesi in base all'andamento del rendimento dei titoli BOT. I **BTP** (Buoni del Tesoro Poliennali) sono invece titoli a media e lunga scadenza (3, 5, 10, 15 e 30 anni) che fruttano interessi a tasso fisso ogni 6 mesi e il capitale è interamente rimborsato alla scadenza. I **BTPe** (Buoni del Tesoro poliennali indicizzati) sono titoli a media e lunga scadenza (5, 10 e 30 anni) che fruttano interessi ogni 6 mesi ad un tasso che varia in base all'andamento dell'inflazione. Anche il capitale rimborsato a scadenza al risparmiatore tiene conto dell'andamento dell'inflazione.

Esistono due modi attraverso i quali i risparmiatori possono investire in Titoli di Stato: sottoscriverli all'atto dell'emissione (in questo caso non sono previste commissioni di sottoscrizione, tranne per i



BOT) oppure *acquistarli sul mercato di borsa* (in questo caso sono previste commissioni di negoziazione). In entrambi i casi è necessario rivolgersi ad una banca, alle Poste Italiane oppure ad altri intermediari finanziari abilitati dalla Banca d'Italia. I Titoli di Stato sono dematerializzati, cioè non esistono in forma cartacea ma sono rappresentati da registrazioni contabili. I Titoli di Stato sono quotati sul mercato di borsa e questo significa che possono essere facilmente venduti dal risparmiatore prima della scadenza.

Per quanto riguarda i profili di rischio dell'investimento, occorre tener conto che l'emittente è lo Stato Italiano e sarà lo Stato a

rimborsare a scadenza i titoli. Rappresentano, pertanto, **una forma sicura di investimento** del risparmio. I Titoli di Stato sono però esposti ai rischi di mercato, cioè il prezzo di mercato dei titoli (che si forma dall'incontro tra domanda e offerta) può oscillare in aumento o in diminuzione in relazione alla scadenza del titolo, alla variazione dei tassi di interesse sul mercato finanziario, alla dinamica del tasso di inflazione e alle scelte di politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE). Per la determinazione del rendimento dell'investimento in Titoli di Stato occorre tener conto che gli interessi corrisposti sono soggetti ad una *ritenuta fiscale* del 12,50%. Per l'investimento in Titoli di Stato è necessaria l'apertura di un *deposito titoli* presso una banca, Poste Italiane o altro intermediario finanziario, e il pagamento di eventuali spese e commissioni.

Per **esempio**, se uno Stato emette un titolo di 100 euro (valore nominale) per 12 mesi garantendo un rendimento pari al 6,4%, significa che l'investitore acquisterà quel titolo pagando un prezzo di 94 euro e attendendosi di ricevere indietro dallo Stato, dopo i 12 mesi, i propri 94 euro più un rendimento di  $100 - 94 = 6$  euro. Il tasso d'interesse sarà uguale a  $6/94 = 0,064$ , cioè appunto 6,4% (basta moltiplicare 0,064 per 100).

Si badi bene: a parità di valore nominale, se il prezzo dei titoli aumenta, il loro rendimento diminuisce, e diminuirà anche il tasso di interesse. Infatti, se dovessi acquistare lo stesso titolo del valore nominale di 100 a un prezzo di 98 euro (maggiore del precedente 94) avrei un rendimento più basso di 2 euro (minore del precedente 6) e un tasso di interesse di  $2/98 = 0,02 = 2\%$ .

## Certificati di Deposito

I Certificati di Deposito sono strumenti emessi dalla banca a fronte del deposito di una somma di denaro da parte del risparmiatore per un certo periodo di tempo (**scadenza vincolata**). Rappresenta una forma di investimento del risparmio a breve e medio termine: le scadenze del deposito sono comprese tra un minimo di 3 mesi e un massimo di 5 anni. Il deposito non è documentato da un libretto ma da un certificato (che può essere **nominativo o al portatore**) nel quale la banca attesta di aver ricevuto la somma di denaro e si impegna a restituirla a scadenza. A differenza del libretto non è possibile movimentare il deposito con versamenti e prelievi. Dunque, i Certificati di deposito sono scelti da quei risparmiatori che possono investire il loro risparmio per un certo intervallo temporale e che non necessitano di ritirare le somme depositate prima della scadenza. Tuttavia, i Certificati di deposito sono svincolabili prima della scadenza se vengono rispettate certe condizioni. In caso di rimborso anticipato la banca applicherà un tasso di interesse inferiore.



I Certificati di deposito offrono ai risparmiatori una remunerazione in termini di tasso di interesse. Più lunga è la durata dell'investimento e più alto sarà il tasso di interesse. Il tasso di interesse può essere fisso, nel senso che non cambia per tutta la durata dell'investimento, oppure variabile, nel senso che il tasso varia in funzione dell'andamento di alcuni parametri finanziari (indicizzazione) quali, ad esempio, il tasso di interesse dei BOT (Buoni ordinari del Tesoro). Gli interessi sono corrisposti dalla banca con cedole periodiche (ogni 3, 6 oppure 12 mesi)

oppure in un'unica soluzione alla scadenza predeterminata dell'investimento. Inoltre, i Certificati di Deposito possono essere emessi in euro oppure in un'altra valuta (es. dollaro, franco svizzero).



I Certificati di Deposito non prevedono commissioni di sottoscrizione o spese di gestione. Tuttavia, sugli interessi corrisposti al risparmiatore la banca trattiene la ritenuta fiscale, attualmente pari al 26%. Anche il Certificato di Deposito nominativo è una forma di investimento sicuro in quanto protetto dalla garanzia del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi che assicura una *copertura* fino a €100.000 per singolo investitore. Nel caso di BCC (Banche di Credito Cooperativo) la protezione è data dal Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo (vedi cap. 5).

#### **Esempio di calcolo degli interessi di un Certificato di deposito:**

Il sig. Rossi sottoscrive un certificato di deposito di €10.000 con scadenza a 180 giorni al tasso fisso annuo lordo dell'1,5%. Gli interessi vengono calcolati moltiplicando il capitale investito per il tasso di interesse e la durata dell'investimento, con la seguente formula:



*Interessi lordi* = (€10.000 x 180 gg. x 1,5) / 36.500 = €73,97.

*Ritenuta fiscale* = €73,97 x 0,26 = €19,23

*Interessi netti* = €73,97 - €19,23 = €54,74.

*Capitale disponibile* alla scadenza dell'investimento = €10.000 + €54,74 = €10.054,74.

## Pronti Contro Termine

Il **Pronti Contro Termine** rappresenta una forma di investimento a *breve termine* del risparmio che si realizza mediante l'acquisto di titoli da parte del risparmiatore (solitamente titoli di Stato e obbligazioni societarie) e la vendita degli stessi ad una data futura prestabilita. La scadenza delle operazioni di Pronti Contro Termine è generalmente compresa tra 3 e 12 mesi.

Generalmente, i titoli acquistati e venduti nell'operazione di Pronti Contro Termine non sono emessi dalla banca bensì da un altro soggetto (es. titoli BTP emessi dallo Stato Italiano). I titoli vengono acquistati dal risparmiatore al prezzo di mercato (prezzo a pronti) e vengono rivenduti alla scadenza del contratto ad un prezzo più alto (prezzo a termine). La differenza di prezzo (prezzo a termine-prezzo a pronti) rappresenta la remunerazione dell'investimento per il risparmiatore.



La caratteristica principale dell'operazione di Pronti Contro Termine è che il risparmiatore, nel momento in cui investe il capitale acquistando i titoli, *conosce con certezza* quale sarà il *prezzo di rivendita dei titoli* alla scadenza del contratto (prezzo a termine). Il rendimento è dunque fisso per tutta la durata del contratto ed è conosciuto dal risparmiatore all'inizio dell'investimento. Solitamente il capitale non può essere disinvestito prima della scadenza. Sul rendimento delle operazioni di Pronti Contro Termine si applica una *ritenuta fiscale* pari attualmente al 26%. Per calcolare il rendimento netto occorre considerare anche i costi per la gestione del *deposito titoli* e la relativa *imposta di bollo*, nonché le eventuali *commissioni* di acquisto e vendita dei titoli.

Per quanto riguarda i rischi dell'investimento occorre tenere conto che le operazioni di Pronti Contro Termine **non sono protette** dalla garanzia del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi. Questo significa che il capitale investito potrebbe non essere interamente recuperabile in caso di difficoltà finanziarie della banca o in caso di insolvenza dell'emittente i titoli sottostanti all'operazione di Pronti Contro Termine (in quest'ultimo caso, però, la banca potrebbe garantire la restituzione del capitale al risparmiatore).



### **Esempio di un investimento in Pronti Contro Termine:**

Il Sig. Rossi sottoscrive un contratto di Pronti Contro Termine con la propria banca della durata di 180 giorni. Il titolo oggetto del contratto è un BTP del valore nominale di 10.000 euro. Il prezzo a pronti è pari a €101 e il prezzo a termine è pari a €103. La somma investita dal sig. Rossi si determina con la seguente formula:  $(\text{prezzo a pronti} \times \text{valore nominale}) / 100 = (\text{€}101 \times \text{€}10.000) / 100 = \text{€}10.100$ .



Alla scadenza il sig. Rossi otterrà il seguente capitale:  $(\text{€}103 \times \text{€}10.000) / 100 = \text{€}10.300$ .

*Rendimento lordo*  $(\text{prezzo a termine} - \text{prezzo a pronti}) = \text{€}10.300 - \text{€}10.100 = \text{€}200$ .

*Ritenuta fiscale*  $= \text{€}200 \times 0,26 = \text{€}52$

*Rendimento netto*  $= \text{€}200 - \text{€}52 = \text{€}148$ .

Per determinare il *rendimento percentuale netto* dell'investimento si applica la seguente formula:

$(\text{Interessi netti} \times 36.500) / (\text{Capitale investito} \times \text{Scadenza}) = (\text{€}148 \times 36.500) / (\text{€}10.100 \times 180\text{gg.}) = 2,97\%$

## Depositi e Buoni fruttiferi postali

I Depositi postali e i Buoni fruttiferi postali sono emessi dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. e sono disponibili in tutti gli uffici di Poste Italiane.



Rappresentano una forma di investimento sicuro del risparmio in quanto *garantiti dallo Stato Italiano*. Sono particolarmente adatti per quei risparmiatori che desiderano mettere a frutto il capitale investito senza correre nessun rischio in quanto *garantiscono sempre la restituzione del capitale investito*. Offrono, però, tassi di interesse relativamente contenuti proprio perché non presentano rischi di insolvenza.

Il capitale investito nei **Depositi postali**, comprovati da uno speciale *libretto di risparmio*, può essere rimborsabile in qualsiasi momento (si tratta di un deposito a vista). I versamenti e prelievi di contanti possono essere effettuati presso qualunque sportello di Poste Italiane; il versamento di assegni bancari può essere effettuato, invece, presso l'ufficio postale di apertura del deposito. I prelievi di contanti possono anche essere fatti utilizzando la Carta Libretto Postale operante sul circuito postale Postamat. Infine, sui libretti postali è possibile accreditare le pensioni Inps e Inpdap.

La remunerazione dell'investimento è rappresentata dagli *interessi* che vengono calcolati alla fine di ogni anno (31 dicembre) sulle somme depositate a decorrere dal giorno del versamento e fino alla data del prelievamento. Non sono previste spese o commissioni di apertura, gestione, estinzione del Deposito postale. Gli interessi corrisposti sono soggetti alla *ritenuta fiscale* attualmente pari a 26%. Infine, per giacenze medie superiori a €5.000 non è dovuta l'imposta di bollo di importo fisso pari a €34,20.

I **Buoni postali fruttiferi** sono particolarmente adatti a quei risparmiatori che hanno un orizzonte di *investimento di medio-lungo periodo* in quanto offrono rendimenti crescenti nel tempo, che sono corrisposti al momento del rimborso insieme al capitale sottoscritto. I Buoni postali fruttiferi sono



rimborsabili in qualsiasi momento, a richiesta dell'investitore, anche prima della scadenza. Con il rimborso vengono corrisposti all'investitore il *capitale investito e gli interessi maturati*. A differenza dei depositi postali, gli interessi maturati sui Buoni fruttiferi sono soggetti ad una ritenuta fiscale del 12,50% e sono esenti dall'imposta di bollo se il valore di rimborso complessivamente è inferiore a € 5.000. Non sono previste spese o commissioni.

#### **Esempio di calcolo degli interessi di un Deposito postale:**

Il sig. Rossi apre un deposito postale giorno 20 maggio 2017 versando in contanti €1.000. Il deposito rende un tasso fisso



annuo loro pari a 0,2%. Gli interessi vengono calcolati annualmente moltiplicando il capitale investito per il tasso di interesse per i giorni che vanno dalla data del

versamento al 31 dicembre (225 giorni), come di seguito indicato:

*Interessi lordi* =  $(€1.000 \times 225\text{gg.} \times 0,2) / 36.500 = €1,23$ .

*Ritenuta fiscale* =  $€1,23 \times 0,26 = €0,32$

*Interessi netti* =  $€1,23 - €0,32 = €0,91$ .

*Capitale disponibile* al 31 dicembre 2017 =  $€1.000 + €0,91 = €1.000,91$ .

## Obbligazioni Bancarie

Le **Obbligazioni Bancarie** sono strumenti finanziari emessi dalle banche e rappresentano una forma di investimento del risparmio che conferisce all'investitore il diritto a ricevere periodicamente una remunerazione e il rimborso del capitale alla scadenza. Le Obbligazioni bancarie sono scelte da quei risparmiatori che desiderano investire il proprio risparmio con un **orizzonte temporale medio-lungo**. Molte Obbligazioni bancarie, ma non tutte, possono essere facilmente vendute sul *mercato di borsa* prima della scadenza. Occorre, quindi, prestare particolare attenzione per comprendere se l'obbligazione emessa dalla banca è negoziabile o meno (in tal caso la vendita dell'obbligazione potrebbe non essere facile) sul mercato di borsa.



Le obbligazioni emesse dalle banche possono essere di diverse tipologie e avere caratteristiche economiche e finanziarie molto diverse una dall'altra. Le obbligazioni più semplici (denominate **obbligazioni ordinarie**) sono quelle che prevedono una *cedola di interessi periodica* (in genere semestrale) calcolata applicando un tasso di interesse fisso oppure variabile sul capitale investito. Un'altra tipologia molto diffusa di obbligazioni bancarie è quella che non prevede un pagamento periodico degli interessi (denominate **obbligazioni zero-coupon**) ma la remunerazione è rappresentata dalla differenza tra il capitale investito dal risparmiatore e il capitale rimborsato a scadenza.



**Esempio di un investimento obbligazionario:** il sig. Rossi investe un capitale di €900 in un'obbligazione zero-coupon. Alla scadenza dell'investimento (2 anni) il

sig. Rossi otterrà un capitale di €1.000. Il guadagno lordo complessivo dell'investimento è stato di €100 (€1.000 - €900).

Un'altra tipologia di Obbligazione bancaria è quella denominata **obbligazione strutturata**, caratterizzata da un *elevato livello di rischio* in quanto la remunerazione corrisposta e/o il capitale da rimborsare alla scadenza non sono certi, cioè sono legati all'andamento di alcuni parametri finanziari (es. tassi di interesse, prezzi delle azioni, indici dei mercati azionari, etc.). Questo significa che *l'ammontare degli interessi è variabile* e che il capitale che verrà restituito dalla banca alla scadenza dell'investimento potrebbe essere inferiore a quello investito dal risparmiatore.

Infine le **obbligazioni bancarie subordinate** rappresentano una particolare tipologia di obbligazioni il cui rimborso del capitale alla scadenza potrebbe essere parziale (o, in alcuni casi, potrebbe non avvenire del tutto) nel caso in cui la banca che le ha emesse si trovasse in gravi situazioni finanziarie. Le obbligazioni subordinate sono strumenti di investimento particolarmente complessi che *possono esporre l'investitore anche ad una perdita integrale (100%) del capitale investito*. Il maggior rischio di queste obbligazioni, rispetto a quelle ordinarie, deriva dal fatto che, in caso di difficoltà della banca emittente, il capitale investito potrebbe non essere interamente recuperabile. In genere, il tasso di interesse riconosciuto su queste obbligazioni è più alto rispetto alle obbligazioni ordinarie.

Sugli interessi corrisposti al risparmiatore la banca trattiene la *ritenuta fiscale* attualmente pari al 26%. Considerando la varietà di Obbligazioni bancarie esistenti è consigliabile che l'investitore, prima di sottoscriverli, ne valuti attentamente le caratteristiche.

Le Obbligazioni bancarie non sono protette dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi. Solo le BCC (Banche di Credito Cooperativo) prevedono una tutela degli obbligazionisti con un Fondo di Garanzia.

### Obbligazioni societarie

Le **Obbligazioni societarie** sono strumenti finanziari emessi da una società e sono rappresentativi di un prestito. L'emittente è una società privata che emette obbligazioni per reperire finanziamenti. L'emittente dell'obbligazione è il debitore, mentre colui che investe in obbligazioni (obbligazionista) diventa il creditore della società, ed ha diritto a ricevere una remunerazione periodica a titolo di interesse e il rimborso del capitale a scadenza.

Le caratteristiche tecniche delle Obbligazioni sono stabilite dall'emittente e sono riportate nel *regolamento* che contiene tutte le condizioni contrattuali che regolano i rapporti tra società emittente e investitore. Le caratteristiche più rilevanti per l'investitore sono: tasso di interesse (fisso o variabile), valore di emissione e di rimborso, scadenza (breve, media e lunga), modalità di rimborso (alla scadenza o anticipato), liquidità (possibilità di vendere il titolo sul mercato), valuta (euro o altre valute), rischio di insolvenza dell'emittente (cioè la sua capacità di rispettare gli impegni assunti in termini di rimborso del capitale e pagamento degli interessi).



Il livello di rischio dell'investimento in Obbligazioni societarie varia notevolmente da un'emissione all'altra, perché il **rischio di**

**insolvenza** dipende dalle condizioni economiche e patrimoniali della società emittente, che sono influenzate, a loro volta, da un certo numero di variabili. Ne consegue che il tasso di interesse sulle Obbligazioni societarie muta con il livello di rischio a esse associato (c'è una stretta relazione tra rendimento e rischio): in genere più alto è il rischio di insolvenza e più alto è il tasso di interesse offerto agli investitori.

Per gli investitori in Obbligazioni diviene rilevante conoscere il rischio di insolvenza della società emittente. Questo tipo di informazione viene fornito dalle **agenzie di rating** che valutano la qualità dei titoli obbligazionari mediante la pubblicazione di un rating, ovvero di un giudizio sintetico che riflette il rischio di insolvenza dell'emittente. Questo giudizio può cambiare nel corso della vita del titolo nel senso che le agenzie di rating possono modificare il giudizio precedentemente assegnato se cambia la solvibilità dell'emittente i titoli.



Ad esempio, un'Obbligazione societaria con rating "Aaa" (secondo la scala di valori adottata da Moody's, una delle principali agenzie di rating a livello internazionale) implica una massima affidabilità dell'emittente ed una elevata qualità del titolo. Al contrario, un giudizio pari a "B1" implica un'alta incertezza di pagamento di interessi e quota capitale. Attraverso questi giudizi il risparmiatore può valutare il rischio connesso all'investimento. Occorre precisare, però, che questi giudizi *non sempre sono affidabili*. E' opportuno confrontare i giudizi dati da diverse agenzie ed acquisire informazioni sulla società emittente i titoli con riferimento alle attività svolte, alla situazione finanziaria, alle prospettive del settore in cui opera la società emittente.

L'investimento in Obbligazioni societarie è inoltre esposto a **rischi di cambio** (se le obbligazioni sono espresse in una valuta diversa dall'euro, esempio: dollaro, yen, franco svizzero) e a **rischi di mercato**, cioè alle *oscillazioni del valore di mercato dei titoli* (tale rischio dipende dalla scadenza dei titoli, dalla presenza o meno di un tasso di interesse fisso, dal rischio di insolvenza dell'emittente, dalla variazione dei tassi di interesse sui mercati finanziari, dall'andamento dell'inflazione, etc.). Esistono due modi attraverso i quali i risparmiatori possono investire in Obbligazioni societarie: sottoscriverle all'atto dell'emissione oppure acquistarle sul mercato di borsa. In entrambi i casi è necessario rivolgersi ad una banca, alle Poste Italiane oppure ad altri intermediari finanziari abilitati dalla Banca d'Italia.

### **Fondi Comuni di Investimento**

I **Fondi Comuni di Investimento** rappresentano una forma di investimento finalizzata alla gestione del risparmio. L'investimento si realizza mediante il versamento di somme di denaro in un Fondo (fondo comune) che viene gestito, per conto degli investitori, da un'apposita società denominata Società di Gestione del Risparmio (SGR), che decide come investire le somme di denaro raccolte. La partecipazione al Fondo è rappresentata da una quota (quota di partecipazione) che può essere riscattata dall'investitore in qualsiasi momento (nel caso di **fondi comuni aperti**) oppure dopo che sia trascorso un periodo di tempo (nel caso di **fondi comuni chiusi**).



I **Fondi Comuni di Investimento** si distinguono anche in base alla natura e caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di investimento. I **Fondi mobiliari** investono il risparmio raccolto,

prevalentemente, in strumenti finanziari quali azioni e obbligazioni. Esistono diverse tipologie di Fondo Comune mobiliare e la composizione degli investimenti e il rischio per l'investitore cambia in relazione al peso degli investimenti azionari e obbligazionari. I **Fondi immobiliari** investono il risparmio raccolto in beni immobili o partecipazioni in società immobiliari.

Gli investimenti effettuati dalla SGR sono custoditi da



un'apposita banca che svolge anche funzioni di controllo. Il valore complessivo del Fondo è dato dal valore degli investimenti effettuati dalla SGR e il valore unitario della singola quota è determinato dividendo il valore complessivo del Fondo per il numero delle quote (valore del fondo/numero quote). Questo valore cambia giornalmente in funzione dell'incremento o decremento del valore complessivo del Fondo, cioè in base ai guadagni o perdite degli investimenti effettuati dalla SGR. Il Fondo è tenuto a *pubblicare quotidianamente il valore della quota*, pertanto è agevole calcolare il rendimento dell'investimento dividendo il guadagno ottenuto dall'investimento per il capitale investito dal risparmiatore. L'investimento del risparmio, attraverso la sottoscrizione di quote di Fondi Comuni, consente un'elevata diversificazione (il fondo investe in una pluralità di titoli e beni immobili).

Il **rischio** dell'investimento è a *carico degli investitori* e dipende dalla composizione dei fondi: se gli investimenti del Fondo producono risultati positivi il valore della quota aumenta; nel caso contrario il valore si riduce. Questo significa che il *capitale restituito alla scadenza o riscatto* potrebbe essere inferiore a quello investito dal risparmiatore. I costi dell'investimento sono rappresentati dalle *commissioni di ingresso* (addebitati al



Azioni che conferiscono ai possessori una diversa combinazione di *diritti amministrativi e economico-patrimoniali*: Azioni ordinarie, Azioni privilegiate, di risparmio e altre categorie speciali di Azioni.

Le Azioni possono essere **quotate in borsa**. La quotazione delle Azioni aumenta il grado di liquidità dell'investimento, cioè la possibilità di vendere le Azioni e disinvestire il capitale. Dall'incontro tra domanda e offerta si forma il prezzo di mercato delle Azioni.



Tale prezzo è influenzato da numerosi fattori, tra cui l'andamento della società emittente le Azioni e del settore in cui opera, gli utili che in futuro potranno essere pagati dalla società, la fiducia degli investitori, ondate speculative. Cambiano in continuazione le aspettative sul futuro e questo spiega il motivo per cui il prezzo delle Azioni varia di giorno in giorno. Se prevalgono le aspettative di un miglioramento futuro la domanda dei titoli sarà maggiore e il prezzo aumenterà; viceversa nel caso prevalgano aspettative di peggioramento.



Tali fluttuazioni di prezzo costituiscono un indicatore del grado di **rischio** dell'investimento azionario.

Il rendimento dell'investimento in Azioni si compone di due parti: il dividendo distribuito dalla società ai soci (che dipende dal livello degli utili della società) e l'incremento di valore dell'Azione nel tempo (*capital gain*). Evidente è la differenza con le obbligazioni: nell'investimento azionario la remunerazione non è certa (perché dipende dalla possibilità di conseguire il dividendo e dall'incremento di valore dell'azione) mentre nell'investimento obbligazionario la remunerazione è certa

sotto forma di pagamenti periodici di interessi. Questo spiega perché le azioni sono denominate titoli a reddito variabile.

L'investimento in Azioni rappresenta una tipica forma di *investimento di media e lunga scadenza*, che si adatta bene all'investitore che ha un orizzonte di investimento non breve. Questi investitori sono denominati cassettilisti e tendono a tenere le Azioni per periodi lunghi. Tuttavia, vi sono anche investitori che detengono le Azioni per brevi periodi di tempo, sperando di realizzare delle plusvalenze con il loro incremento di valore (differenza fra prezzo di vendita e prezzo di acquisto delle Azioni).

Per investire in Azioni è necessario rivolgersi ad una banca, alle Poste Italiane oppure ad altri intermediari finanziari abilitati dalla Banca d'Italia. Per quanto riguarda i costi dell'investimento, occorre tenere conto delle *commissioni* da pagare per l'acquisto e vendita delle Azioni e delle spese per l'apertura/gestione di un deposito titoli. Infine, il rendimento dell'investimento in Azioni è tassato fiscalmente.

### **La Previdenza complementare dei Fondi Pensione**

L'investimento del risparmio nei **Fondi Pensione** ha l'obiettivo di realizzare un trattamento pensionistico che si va ad aggiungere a quello obbligatorio previsto dagli enti previdenziali (es. Inps). Tale investimento si realizza mediante il versamento periodico di somme di denaro al Fondo Pensione, gestito da operatori finanziari che investiranno il capitale raccolto in strumenti finanziari (prevalentemente azioni, obbligazioni, certificati di deposito). I Fondi Pensione attuano diverse linee di gestione e si



contraddistinguono per le specifiche tipologie di investimento. Ai Fondi Pensione possono rivolgersi sia i lavoratori dipendenti del settore privato e pubblico, sia i lavoratori autonomi e liberi professionisti.

I Fondi Pensione si distinguono in due tipologie: Fondi Pensione aperti (può aderire qualunque lavoratore in quanto non prevedono vincoli di appartenenza del lavoratore a specifiche aziende o categorie) e Fondi Pensione chiusi o negoziali (possono aderire specifiche categorie di lavoratori o dipendenti di una singola azienda o specifiche aziende).



Le somme versate periodicamente nel Fondo Pensione vengono investite nei mercati finanziari, nel rispetto di una serie di vincoli prudenziali previsti dalla normativa. Dall'entità delle somme versate nel fondo, dal rendimento ottenuto dagli investimenti e dalla durata di permanenza nel fondo dipende l'ammontare della prestazione previdenziale complementare (pensione integrativa) corrisposta al risparmiatore al raggiungimento del pensionamento. In alternativa alla *pensione* il risparmiatore può scegliere che gli venga corrisposto un *capitale in un'unica soluzione*, se vengono rispettate certe condizioni.

Anche con l'investimento del risparmio nei Fondi Pensione si è in presenza di uno **stretto legame tra rendimento e rischio**. In linea generale gli investimenti a basso rischio effettuati dal Fondo Pensione comportano bassi rendimenti. I rischi degli investimenti previdenziali effettuati sui mercati finanziari sono a *carico del risparmiatore*. Questo implica che il capitale ottenuto alla scadenza potrebbe essere inferiore alle somme versate periodicamente. Tuttavia, esistono Fondi Pensione che

garantiscono il rimborso alla scadenza del capitale versato e il pagamento di una rendita minima.

Per far fronte a particolari esigenze finanziarie (es. acquisto prima casa, spese mediche straordinarie, etc.) il risparmiatore può richiedere delle anticipazioni al Fondo Pensione prima della scadenza. Per quanto riguarda la tassazione, le somme versate periodicamente sono deducibili dall'imponibile Irpef del risparmiatore, entro limiti massimi. I rendimenti del Fondo Pensione e le somme corrisposte al risparmiatore al momento del pensionamento sono tassati fiscalmente.

I Fondi Pensione sono sottoposti al controllo della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (Covip) che ha la funzione di assicurare la trasparenza e la corretta gestione dei Fondi Pensione. Per investire i propri risparmi nei Fondi Pensione è necessario rivolgersi ad una banca, alle Poste Italiane, ad una società di assicurazione oppure ad altri intermediari finanziari abilitati dalla Banca d'Italia.

### 3. GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

#### Investire in Borsa

Negli ultimi anni è diventato molto comune sentir parlare di strumenti derivati, utilizzati sia dai cosiddetti investitori istituzionali sia, anche, da investitori privati (i piccoli risparmiatori). Tuttavia, non sempre è facile capire di cosa si tratti e, cosa ancora più importante, non sempre si riesce a percepire correttamente se e quanto questi strumenti finanziari possano essere rischiosi.

Facciamo un esempio, tratto da alcuni fatti di cronaca. Nel gennaio del 2008, la seconda banca francese, *Société Générale*, informa i mercati finanziari di aver deciso la chiusura di tutte le



posizioni aperte in precedenza da un suo *trader*, Jerome Kerviel. Questo individuo, a molti probabilmente sconosciuto, era un brillante analista della banca. Durante la sua normale

attività lavorativa, lo stesso, senza comunque avvertire i suoi superiori, aveva deciso di scommettere sull'andamento degli indici di borsa futuri. In pratica, aveva iniziato a "scommettere" sui futuri rialzi dei mercati azionari, sottoscrivendo dei contratti *futures*.

Impegnando una piccola somma è possibile scommettere sul futuro andamento rialzista o ribassista dei mercati. Se la scommessa è azzeccata, i margini di guadagno sono estremamente alti. E se, invece, le previsioni si rivelano errate? In questo caso, le conseguenze possono essere disastrose. Cosa che avvenne nel caso di *Société Générale* che incorse in una perdita di ben 4,9 miliardi di euro.

Si tratta di un caso isolato? Certamente no.

Da altri esempi sarà possibile osservare alcune delle caratteristiche tipiche di questi strumenti (in particolar modo la relazione che essi hanno con il rischio).

### **Cosa sono i derivati?**

Il derivato è uno strumento finanziario il cui valore risulta "derivato" da quello di un bene o di una attività che prende il nome di "sottostante". Quest'ultimo può riguardare il verificarsi di un qualche evento futuro. Di norma il sottostante è un indice azionario, una valuta estera, un bene di consumo (cacao, caffè, soia) o anche una azione o un titolo di stato.



Quotidianamente, ascoltando il telegiornale o leggendo i quotidiani, acquisiamo informazioni relative al prezzo del petrolio. In particolare, leggiamo che il prezzo dei *futures* sull'oro nero con consegna ad una determinata data è aumentato o diminuito. Che cosa significa? In sintesi, significa che gli investitori stanno scommettendo sul fatto che il prezzo del petrolio ad una certa data futura sarà pari ad un qualche ammontare: il *future* è il contratto che "deriva" il suo valore dal prezzo che il petrolio (sottostante) avrà per esempio tra un anno. Con la stessa chiave di lettura possiamo interpretare la notizia che normalmente viene riportata nei telegiornali delle 13.00, secondo la quale i *futures* su Wall Street sono in rialzo: significa che gli investitori stanno scommettendo che il mercato azionario statunitense di lì a poco aprirà con segno positivo.

Talvolta, il mondo della finanza sembra essere oscuro ed ostico, ma in realtà tutti almeno una volta nella vita abbiamo avuto a che fare con uno strumento derivato. Chi di noi per esempio non ha mai fatto una scommessa sul risultato finale di una partita di calcio o ha giocato una schedina del SuperEnalotto? Pur con tutti i necessari distinguo, possiamo, però, interpretare la nostra azione quotidiana come la sottoscrizione di uno strumento



derivato. La ricevuta che ci viene consegnata dalla ricevitoria è il nostro contratto derivato, il cui valore deriva da un evento (la vittoria della squadra del cuore o l'estrazione dei 6 numeri magici). Tale valore è nullo se perdiamo la scommessa o non abbiamo azzeccato la sestina vincente, ma è molto alto se la nostra squadra del cuore vince la partita o se abbiamo indovinato la sequenza dei numeri estratti.

Ovviamente, come abbiamo detto in precedenza, ci sono delle differenze sostanziali ed importanti tra la sottoscrizione di uno strumento finanziario derivato e la compilazione di una schedina del SuperEnalotto. In quest'ultimo caso la nostra finalità principale è ludica, mentre nel primo caso sono ben definiti i motivi per i quali si sottoscrive uno strumento finanziario derivato.

Essi sono essenzialmente tre:

- **Finalità di copertura**, ossia quella di ridurre il rischio finanziario connesso al possesso di un portafoglio titoli pre-esistente;

- **Finalità speculativa**, ossia quella di perseguire un profitto consistente, assumendosi tuttavia il rischio connesso a questa scelta;
- **Finalità di arbitraggio**, ossia quella di minimizzare, ovvero azzerare, il rischio di un profitto operando transazioni combinate sia sullo strumento derivato sia sull'asset sottostante.

Naturalmente, il problema più complesso relativo all'uso di uno strumento finanziario derivato è quello di calcolare il suo valore, mediante complesse formule matematiche. Il rischio è la caratteristica più evidente del derivato finanziario, sia in senso speculativo - si deve rischiare di più se si vuole conseguire un profitto più alto - sia nel senso di utilizzare i derivati per minimizzare i rischi connessi con le attività di investimento.

## I principali strumenti finanziari derivati

Tre sono le categorie principali di derivati: futures, options e swaps.

### Futures

Immaginiamo che due amici, John e Robert, si incontrino una sera al pub sotto casa. E' il 22 Giugno del 2016 e come tutti gli inglesi in quei giorni stanno discutendo se sia meglio che il Regno Unito abbandoni l'Unione Europea. Il giorno successivo dovranno recarsi alle urne per votare.

John sostiene l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea e ritiene che l'economia inglese beneficerà di questa scelta. Il primo risultato sarà quello di un rafforzamento della sterlina.



Robert, al contrario, ritiene che se il paese volterà le spalle all'Europa, ci saranno forti ripercussioni sull'economia inglese e la prima conseguenza sarà un forte deprezzamento della sterlina.

In quel giorno, 1 sterlina vale 1,3 euro. John è davvero sicuro del fatto suo e propone un accordo. Pagherà 13 euro per acquistare 10 sterline dall'amico il prossimo lunedì 24 Giugno: poiché egli è sicuro che la sterlina si apprezzerà, ci vorranno in futuro più di 13 euro per acquistare 10 sterline. Se oggi accetta di pagare comunque 13 euro tra qualche giorno, effettuerà un guadagno pari alla differenza tra la somma che si impegna a corrispondere e quello che sarà il prezzo reale di 10 sterline tra qualche giorno.

Di contro Robert, che è convinto che la sterlina subirà un forte deprezzamento dopo il referendum, ritiene che tra qualche giorno ci vorrà meno di 13 euro per acquistare 10 sterline. Pertanto, se accetta un pagamento futuro di 13 sterline, effettuerà un guadagno.

John e Robert stanno utilizzando un contratto a termine che prevede la consegna di una certa quantità di sterline (nel nostro esempio 10) ad un prezzo prestabilito (nel nostro caso 13 euro) in una certa data. I due amici stanno sottoscrivendo un contratto *future* che genererà un forte guadagno per una delle parti ed una consistente perdita per l'altra.

Come è finita la storia tra John e Robert? Il 23 Giugno il Regno Unito ha votato per l'uscita dall'Unione Europea.

La mattina successiva (24 Giugno), 10 sterline costano 12,20 euro. John si è impegnato a pagare 13 euro. Pertanto, lui ha perso 80 centesimi ed il suo amico ne ha guadagnati altrettanti.



**L'Option** è uno strumento finanziario derivato che consiste in un contratto con il quale una parte acquisisce il diritto di acquistare

(*call option*) o di vendere (*put option*) un'attività (il sottostante) ad un prezzo predeterminato ed entro una certa data. Si noti bene che una parte acquisisce il diritto ma non l'obbligo di acquistare o vendere.

Nel caso di una *call option* il guadagno per chi esercita il diritto è determinato dalla differenza tra il prezzo corrente dell'attività sottostante e quello concordato. Al contrario, per la *put option* il guadagno è legato alla differenza tra il prezzo concordato ed il prezzo corrente.

Si consideri un **esempio**. Una impresa che produce biscotti sottoscrive una *call option* con un agricoltore per l'acquisto di una partita di grano tra 6 mesi. Decide di pagare all'agricoltore un prezzo di 1000 € per quintale di grano. L'azienda, in questo caso, si sta garantendo il diritto di entrare in possesso del grano, qualora ne abbia bisogno. Dopo 6 mesi, il prezzo del grano è pari a 900 € al quintale. In questo caso, l'azienda non avrà convenienza ad esercitare il proprio diritto di acquisto, perché il prezzo corrente del bene è inferiore a quello fissato 6 mesi prima. Al contrario, se tra 6 mesi il prezzo del grano sarà pari a 1500 € al quintale, l'azienda acquisterà il bene, guadagnando la differenza tra il prezzo corrente e quello pattuito. Sottoscrivendo la *call option*, l'azienda si è assicurata contro il rischio di un futuro aumento del prezzo del bene.

Il contratto di **Swap** è uno strumento derivato che prevede che le parti scambino dei flussi di pagamenti a determinati intervalli temporali. I contratti non sono negoziati sui mercati regolamentati. A seconda del sottostante che viene utilizzato, si distinguono vari tipi di swap:



**Interest rate swap:** le parti decidono di scambiarsi pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma che costituisce il capitale di riferimento che però non è oggetto di scambio. Una tipologia molto diffusa di contratto *swap* è quello in cui i due flussi di pagamento sono determinati da un tasso fisso e da uno variabile. Quando il tasso variabile muta rispetto a quello previsto nel contratto, si generano dei guadagni per una delle parti. Per esempio, se il tasso di interesse variabile risulta superiore a quello atteso, allora chi si è impegnato a pagare il tasso fisso conseguirà un profitto, in quanto riceverà di più a fronte del medesimo pagamento che dovrà effettuare. Diversamente se il tasso variabile risulta inferiore alle attese, il guadagno sarà in capo a colui che dovrà corrisponderlo, sempre considerando la differenza tra quello che riceve e quello che è stato previsto che debba pagare. In questo caso la parte che si impegna a corrispondere il pagamento sulla base di un tasso fisso si assicura contro il rischio legato alle fluttuazioni dei tassi di interesse sul mercato.



**Currency swap:** le parti scambiano capitale ed interessi in differenti valute. Di solito gli interessi sono calcolati sulla base di un tasso di interesse variabile. Il capitale in questo caso può essere scambiato all'inizio o alla fine del contratto. La ragione per la quale si ricorre ad un *currency swap* è quella di ridurre i rischi connessi con l'andamento dei mercati dei cambi.

**Credit default swap (CDS):** una delle parti effettua dei pagamenti periodici a favore di un'altra parte per proteggersi dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante, che di solito è rappresentato da una specifica obbligazione. I CDS hanno assunto particolare importanza durante la crisi del debito

sovrano europeo. Nei giorni più duri della crisi, i CDS sul debito sovrano greco, italiano e spagnolo hanno subito una forte impennata a dimostrazione del fatto che questi paesi affrontavano via via un rischio maggiore di accesso al credito. In altre parole, la protezione contro il rischio di credito associato all'emissione di titoli del debito sovrano per quei paesi si rivelava sempre più costosa.

### Il rischio negli strumenti derivati

Una componente essenziale nell'uso degli strumenti derivati è



rappresentata dal **rischio**. Da un lato, infatti, il derivato viene utilizzato per la gestione del rischio legato all'investimento in prodotti

finanziari. Dall'altro, l'utilizzo stesso dello strumento derivato è rischioso.

Esiste sempre un rischio legato all'investimento, che possiamo definire come rischio di mercato. L'investitore effettua (o dovrebbe effettuare) una scelta sulla base di aspettative sull'andamento del mercato, ovvero sulla base di una analisi tecnica che lo porti a determinare la profittabilità dell'investimento stesso. Come abbiamo visto, però, l'utilizzo degli strumenti derivati amplifica oltre che le prospettive di guadagno anche le prospettive di cospicue perdite in quanto anche piccole variazioni del sottostante possono determinare consistenti perdite per l'operare dell'effetto leva a cui abbiamo accennato in precedenza.

Oltre a quello di mercato, un altro rischio è collegato al fatto che alcuni strumenti non vengono trattati all'interno di un mercato regolato. Se ciò avvenisse sempre, le regole del mercato stesso potrebbero tutelare l'attività in derivati.

Gli investitori in strumenti derivati devono fare i conti anche con un cosiddetto rischio di liquidità. Supponiamo di aver sottoscritto un contratto derivato e che vogliamo chiuderlo prima della sua scadenza naturale. Talvolta, ciò non è possibile in quanto i costi di chiusura potrebbero essere talmente elevati da determinare una perdita secca di notevole entità.

In ultimo, non possiamo non considerare il rischio connesso al fatto che molti soggetti sono coinvolti nella gestione di uno strumento derivato. Se una delle parti dovesse lamentare un qualche problema si potrebbe determinare un effetto a valanga in grado di minare la stessa stabilità dei mercati finanziari.



Gli strumenti derivati non sono alla portata di tutti, ma di solito coinvolgono i cosiddetti investitori istituzionali. Questi strumenti devono essere maneggiati con cautela, in quanto sono in grado di generare enormi profitti o perdite. L'elemento interessante da notare è che essi, a differenza di un asset finanziario privo di rischi quale potrebbe essere un titolo di stato che fornisce un rendimento certo e costante durante il periodo di sottoscrizione, sono influenzati anche da fattori di difficile previsione.

Facciamo un **esempio**. Supponiamo di voler sottoscrivere un contratto *future* sul prezzo del caffè. La nostra scelta è motivata dal fatto che negli ultimi tempi il prezzo di questo bene è andato aumentando costantemente, quindi riteniamo che lo stesso continuerà ad aumentare. Domani, invece, un gruppo di ricercatori di un paese distante da noi migliaia di chilometri pubblica una ricerca medica innovativa che dimostra la dannosità di questa bevanda. E' questa una notizia per noi rilevante? Se avessimo acquistato un titolo di stato a rendimento fisso

certamente no. Ma siccome la notizia determina un cambiamento nei gusti di consumatori, che, per esempio, decidono di ridurre il consumo di caffè, sostituendolo con altra bevanda, questa ricerca ha per le nostre finanze una conseguenza catastrofica. I consumatori berranno meno caffè, i produttori avranno scorte invendute, il prezzo del caffè diminuirà, lo strumento derivato che noi abbiamo acquistato perde consistentemente di valore e le nostre finanze subiscono un duro colpo.

Quindi, pur consapevoli del fatto che la sottoscrizione di uno strumento derivato può comportare grandi guadagni, è opportuno essere ben consapevoli del rischio connesso al loro utilizzo. Il piccolo investitore, che decidesse di utilizzare i contratti derivati, dovrebbe essere pienamente informato e consapevole della sua rischiosità, senza farsi ipnotizzare dalla prospettiva di un guadagno cospicuo ed ottenuto in breve tempo. Se fosse così facile guadagnare grandi somme con poco sforzo, probabilmente tutti sarebbero ricchissimi.



## 4. INVESTIMENTI E PAGAMENTI IN VALUTA ESTERA

### Il tasso di cambio

Con il termine tasso di cambio o semplicemente cambio si intende il numero di unità di moneta estera che possono essere acquistate con un'unità di moneta nazionale. Si possono individuare diversi tipi di cambio, poiché lo scambio di mezzi di pagamento nazionali ed esteri può riguardare sia banconote aventi corso legale, sia titoli di credito, che disponibilità liquide risultanti da conti aperti presso banche.



Ogni moneta estera ha, dunque, in ogni momento, un particolare prezzo. Il cambio (o quotazione) esprime, il rapporto in base al quale la valuta di un Paese viene scambiata con la valuta di un altro Paese. Per indicare il cambio una delle due monete viene espressa mentre l'altra viene lasciata sottintesa. Il termine che viene espresso (quello variabile) può essere indicato o in moneta locale o in moneta estera, invece il termine che rimane sottinteso è fisso (o certo) e costituisce la base del cambio.

Le quotazioni, infatti, possono seguire due procedimenti opposti tra loro. Il primo, si dice, quota incerto per certo, il secondo certo per incerto. Ad esempio, la quotazione usata, sulla piazza di Milano, quando aveva corso legale la lira italiana era quella cosiddetta "incerto per certo": essa esprimeva, quante unità della moneta domestica (la lira) si potevano scambiare contro una unità di valuta estera (il dollaro USA); se questo tasso di cambio aumentava (ad esempio, il cambio lira/dollaro passava da 1700 a



1800), significava che la lira si deprezzava e il dollaro si apprezzava.

Il sistema di quotazione opposto è detto "certo per incerto": in esso si fissa ad una unità la quantità di moneta nazionale e ci si chiede a quante unità di valuta estera corrisponde la stessa unità di moneta interna. Quindi, è certa la quantità di moneta nazionale, variabile quella di valuta estera. Questo sistema, è stato storicamente usato dalla Gran Bretagna, e - negli ultimi anni - dagli USA. Ciò che più importa, però, è che tale sistema, oggi, è quello che viene seguito dai "Paesi dell'Euro".

Sotto questa convenzione, se il tasso di cambio aumenta (ad esempio, la quotazione di un euro contro un dollaro passa da 1,05 a 1,10 ossia se sono necessari 1,10 dollari per 1 euro), vuol dire che l'euro si sta apprezzando, mentre il dollaro si sta deprezzando.

## La lettura dei listini di cambio

Per operare con cognizione di causa in materia di cambi esteri è necessario saper leggere le relative quotazioni. A tal proposito facendo riferimento ai rapporti di cambio rilevati dalla Banca Centrale Europea (BCE) in data 26 gennaio 2017 e presentati nella tabella successiva, analizziamo le quotazioni delle valute che quotano "incerto per certo" e successivamente le valute che quotano "certo per incerto".

Analizziamo il cambio di franchi svizzeri contro euro nel mercato

CAMBI - CROSS RATES - RILEVAZIONI BCE													
	€	Usd	Jpy	Gbp	Dkr	Cad	Chf	Nok	Sek	Aud	Nzd	Czk	
Euro	(€)	1,0000	1,0700	122,4000	0,8514	7,4367	1,4048	1,0693	8,9215	9,4660	1,4205	1,4793	27,0210
Stati Uniti	(Usd)	0,9346	1,0000	114,3925	0,7957	6,9502	1,3129	0,9993	8,3379	8,8467	1,3276	1,3825	25,2533
Giappone	(Jpy)	0,8170	0,8742	100,0000	0,6956	6,0757	1,1477	0,8736	7,2888	7,7337	1,1605	1,2086	22,0760
Gr. Bretagna	(Gbp)	1,1745	1,2507	143,7381	1,0000	8,7344	1,6499	1,2559	10,4783	11,1178	1,6684	1,7374	31,7360
Danimarca	(Dkr)	1,3447	1,4388	164,5891	1,1449	10,0000	1,8890	1,4379	11,9966	12,7288	1,9101	1,9892	36,3347
Canada	(Cad)	0,7118	0,7617	87,1298	0,6061	5,2938	1,0000	0,7612	6,3507	6,7383	1,0112	1,0530	19,2348
Svizzera	(Chf)	0,9352	1,0007	114,4674	0,7962	6,9547	1,3138	1,0000	8,3433	8,8525	1,3284	1,3834	25,2698
Norvegia	(Nok)	1,1209	1,1993	137,1967	0,9544	8,3357	1,5746	1,1986	10,0000	10,6103	1,5922	1,6581	30,2875
Svezia	(Sek)	1,0564	1,1304	129,3049	0,8995	7,8562	1,4840	1,1296	9,4248	10,0000	1,5006	1,5628	28,5453
Australia	(Aud)	0,7040	0,7533	86,1668	0,5994	5,2353	0,9889	0,7528	6,2805	6,6639	1,0000	1,0414	19,0222
N. Zelanda	(Nzd)	0,6760	0,7233	82,7418	0,5756	5,0272	0,9496	0,7228	6,0399	6,3990	0,9603	1,0000	18,2861
Rep. Ceca	(Czk)	3,7008	3,9599	452,9810	3,1510	27,5219	5,1989	3,9573	33,0169	35,0320	5,2570	5,4746	100,0000

di Zurigo che quota l'incerto (leggeremo la tabella in verticale). Che cosa significa "Euro a 1,0693"? Tale locuzione indica che un operatore in cambi a Zurigo può acquistare (o vendere) in quel determinato giorno una divisa di euro pagando (o riscuotendo) subito 1,0693 franchi svizzeri.

Consideriamo, ora, invece l'ipotesi del cambio del dollaro contro euro in 1,0700. Ciò significa che un operatore in cambi a Milano in quel giorno può acquistare (o vendere) euro pagando (o ricevendo) in cambio 1,0700 dollari USA.



La tabella precedente, dunque, confronta le varie valute utilizzando i rapporti di cambio ufficiali della BCE. In orizzontale, nella prima riga, è indicato il controvalore delle diverse monete acquisibili con un euro; in verticale, nella prima colonna, è riportata la quantità di euro necessaria ad acquistare altre monete estere. Per lo yen giapponese l'unità di conto è pari a 100 yen. Per ottenere, dunque, le quotazioni espresse secondo il procedimento certo per incerto leggeremo i rapporti di cambio in orizzontale; viceversa in verticale avremo le quotazioni incerto per certo.

### **Come usare i mezzi di pagamento in valuta estera**

Per poter operare nei mercati internazionali è necessario, altresì,



conoscere i mezzi di pagamento disponibili per regolare le transazioni in valuta estera.

Il regolamento delle transazioni a livello UE ed extra UE, in euro e in altre valute, avviene nel rispetto di norme e accordi internazionali che coinvolgono le autorità di vigilanza (vedi Appendice 1), le banche centrali e le banche dei singoli paesi. Diversi mezzi di pagamento, tradizionali

e innovativi, sono oggi disponibili, anche tramite canali telematici, per effettuare pagamenti e incassi in modo efficiente, sicuro e veloce.

A livello europeo è operante la SEPA, cioè l'area in cui i cittadini, le imprese, le pubbliche amministrazioni e gli altri operatori economici possono effettuare e ricevere pagamenti in Euro, sia all'interno dei confini nazionali che fra i Paesi che ne fanno parte, secondo condizioni di base, diritti ed obblighi uniformi.

Tra i mezzi maggiormente in uso per il regolamento delle transazioni in strumenti finanziari esteri vi è il bonifico. Il bonifico è un ordine di pagamento, in euro o in divisa estera, impartito dal cliente ad una banca, a favore di un beneficiario correntista presso un'altra banca.

Un'alternativa ai bonifici è quella degli addebiti autorizzati, un servizio di pagamento attraverso il quale il cliente beneficiario dà un ordine di pagamento alla banca di addebitare l'importo sul conto corrente del debitore intrattenuto presso una qualsiasi altra banca.

### **I rischi degli investimenti in valuta**

La scelta di un investimento in un mercato piuttosto che in un altro non può essere orientata semplicemente dal criterio della ricerca del maggior rendimento atteso. Gli operatori che agiscono in tali contesti, infatti, oltre a tener conto delle variazioni di cambio rispetto a ciascuno dei paesi considerati, devono ricorrere a criteri di scelta degli investimenti in grado di poter garantire la gestione di alcuni possibili rischi specifici dell'operatività di tali mercati che complessivamente danno vita al



cd. "rischio paese". Per "rischio paese" si può intendere il rischio di insolvenza, indipendente dalla loro volontà, di operatori (pubblici e privati) residenti all'interno di una certa area geografica. Può essere inteso anche quale rischio legato alla provenienza di un determinato strumento finanziario e dipendente da variabili politiche, economiche e sociali.



Gli investimenti in valuta espongono l'investitore alle oscillazione dei tassi di cambio e al conseguente rischio di cambio. Può accadere, dunque, di possedere titoli denominati in valuta estera come in dollari o in sterline e di avere la necessità di coprirsi per eventuali rischi di perdita dal cambio di valuta nel tempo.

Una riduzione del valore della valuta dell'investimento rispetto all'euro, infatti, avrebbe un'influenza negativa sul rendimento dell'operazione, in quanto le somme ottenibili dalla vendita dello strumento finanziario sarebbero convertite in un importo in euro minore. Nel tentativo di eliminare o ridurre gli effetti negativi di tale evenienza gli investitori possono negoziare particolari strumenti finanziari derivati.

Il proliferare dei vari strumenti finanziari disponibili, oggi, consente ai risparmiatori di poter investire anche in mercati lontani al fine di garantirsi una diversificazione geografica del portafoglio volta all'ottenimento di rendimenti maggiori. I soggetti che si trovano ad operare nei mercati internazionali danno luogo a transazioni che possono essere regolate sia in

moneta nazionale sia in moneta estera. Tali transazioni sono normalmente assistite dai vari intermediari finanziari.

## 5 I PROFILI DI RESPONSABILITÀ CIVILE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Il mercato finanziario impone grande prudenza in colui che vi si affaccia. Il risparmiatore che destina le sue risorse verso gli strumenti finanziari non può ignorare il rischio né può abdicare a quegli standard di diligenza che devono connotare i comportamenti dell'uomo medio avveduto. Perciò, il dovere di agire con la necessaria cautela costituisce, certamente, il primo livello di tutela per il risparmiatore.

Investire in prodotti finanziari presuppone una (per quanto minima) cultura finanziaria. Questa è necessaria non solo quando il risparmiatore indirizza i propri investimenti, ma anche quando egli deve valutare le soluzioni di investimento che vengano suggerite da consulenti o promotori. Una seria difficoltà è data dall'innumerabile quantità di prodotti negoziati, tra i quali l'utente ben difficilmente è in condizione di fare una scelta pienamente consapevole.

La conoscenza degli strumenti finanziari e prodotti negoziati nel mercato presuppone che adeguate informazioni vengano veicolate al risparmiatore. Senza informazione egli non potrà mettere a frutto la propria cultura finanziaria e non potrà valutare verso quale strumento o prodotto indirizzare le scelte d'investimento.

L'informazione finanziaria è l'insieme di obblighi legali di comunicazione delle informazioni al pubblico da parte degli emittenti, che rivestono un ruolo determinante per l'allocazione del risparmio e la creazione di un mercato efficiente.

Nel regolare ciò l'ordinamento coinvolge tutti i diversi protagonisti del mercato finanziario. Le norme che



presiedono alla produzione di un'informazione finanziaria vera ed attendibile istituiscono, infatti, precisi obblighi per gli intermediari come, del pari, per gli emittenti e le autorità di vigilanza. La violazione di tali obblighi integra la responsabilità civile degli intermediari ma, ove ne ricorrano le condizioni, anche quella penale ed amministrativa, prevedendosi, sotto questi ultimi profili, pesanti sanzioni. Integra, altresì, la responsabilità delle autorità governative se l'omessa o distorta veicolazione di informazioni nel mercato è la conseguenza di una loro inosservanza dell'obbligo di vigilare.



Gli intermediari finanziari sono i soggetti che operano nel mercato finanziario fungendo da cerniera tra il pubblico dei risparmiatori e le imprese che fanno ricorso al mercato dei capitali. Il risparmio viene

raccolto dalle banche e dalle società di intermediazione mobiliare e, da queste, indirizzato verso le imprese che emettono sul mercato strumenti finanziari. I soggetti abilitati alla funzione di intermediazione devono:

- comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività (art. 21, t.u.f.).

Il tema della responsabilità si declina lungo due piani: l'interesse generale alla correttezza del comportamento degli intermediari finanziari e la tutela del cliente, nel senso che la violazione dei principi di trasparenza e correttezza nel rapporto con la clientela si risolve nell'obbligo di risarcire il danno da questa sofferto.

La violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto destinato a regolare i successivi rapporti tra il prestatore del servizio ed il cliente; può invece dare luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria.

### **La tutela giudiziale del risparmio prevista dall'ordinamento nazionale**

L'investitore tradito, che ha destinato le sue risorse verso strumenti finanziari rivelatisi inconsistenti e che, chiaramente, lo ha fatto sulla base di informazioni errate od omesse ovvero di sollecitazioni compiacenti provenienti da terzi "qualificati", può volgere al giudice la sua domanda di tutela risarcitoria.

L'ordinamento tutela, piuttosto, quelle fattispecie nelle quali è stata, per così dire, oscurata od alterata la percezione del rischio finanziario in conseguenza dell'inosservanza, da parte dell'intermediario, di precisi obblighi normativi; e lo fa mettendo

nelle mani del risparmiatore il diritto di agire innanzi il giudice per il risarcimento del danno subito per effetto della violazione di quelle regole.

### **I sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie**

Il ricorso al processo civile ordinario non esaurisce tuttavia il novero degli strumenti previsti dall'ordinamento giuridico per le tutele dei risparmiatori / investitori.

Il Testo Unico Bancario impone infatti agli intermediari bancari e finanziari di aderire a procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie con i clienti.

Le procedure devono garantire la rapidità, l'economicità della soluzione delle controversie e l'effettività della tutela e non pregiudicano per il cliente il ricorso ad ogni altro mezzo di tutela previsto dall'ordinamento.

Il risparmiatore può dunque sempre ricorrere alla giurisdizione ordinaria per far valere il proprio diritto al risarcimento del danno subito. In tal modo, il sistema della legge ha attribuito al cliente la facoltà di ricorrere al sistema alternativo di risoluzione della controversia, senza tuttavia imporgli l'obbligo di farlo. Il sistema di risoluzione stragiudiziale così disciplinato è stato denominato "Arbitro Bancario Finanziario" o "ABF" (del che, vedi appresso).

Il cliente, quindi, è libero di scegliere se far giudicare la sua domanda dall'ABF, cui comunque la banca o l'intermediario finanziario è tenuto ad aderire, piuttosto che dal giudice come, del pari, è libero di rivolgersi direttamente all'autorità giudiziaria trascurando del tutto di accedere a queste procedure alternative. I risparmiatori che intendano agire in giudizio per la tutela dei propri diritti lesi da comportamenti tenuti da



intermediari finanziari dovranno, investire della questione uno degli Organismi di mediazione istituiti dalla legge 4.3.2010, n. 28 ovvero, alternativamente, dovranno investire della questione - sempre a condizione di procedibilità- l'ABF.

### **Il ricorso all'Arbitro Bancario Finanziario (ABF)**

L'ABF, istituito presso la Banca d'Italia, ha lo scopo di dirimere in modo semplice, rapido ed efficace le controversie tra i clienti e gli intermediari; svolge in autonomia le proprie funzioni, delle quali ha la piena ed esclusiva titolarità, mentre alla Banca d'Italia rimangono affidati compiti di carattere normativo per l'emanazione delle disposizioni applicative e di nomina dei membri dell'organo decidente, nonché lo svolgimento di alcune attività ausiliarie.



L'attività dell'ABF, quale sistema alternativo di risoluzione delle controversie, assume rilievo per il conseguimento di obiettivi di efficienza e di competitività del sistema finanziario: infatti, meccanismi efficaci di definizione delle liti incentivano il rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nelle relazioni con la clientela; migliorano la fiducia del pubblico nei prestatori dei servizi bancari e finanziari; costituiscono un utile presidio dei rischi legali e reputazionali a beneficio della stabilità degli intermediari e del sistema finanziario nel suo complesso.

Le decisioni dell'ABF sono pubbliche (agevolmente si consultano nel sito web dell'organismo). Esse integrano il più ampio quadro informativo di cui la Banca d'Italia dispone nello svolgimento della propria funzione regolatrice e di controllo.

Il risparmiatore/cliente può rivolgersi all'ABF per tutte quelle controversie relative ad operazioni e servizi bancari e finanziari,

con esclusione di quelle attinenti ai servizi ed alle attività di investimento nonché alle altre fattispecie assoggettate al titolo VI del Testo Unico Bancario Se la richiesta del ricorrente ha ad oggetto la corresponsione di una somma di denaro a qualunque titolo, la controversia rientra nella cognizione dell'ABF a condizione che l'importo richiesto non sia superiore a 100.000 euro.

### **Il ricorso all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF)**

Nel quadro della normativa europea che ha delineato ed integrato la tutela del consumatore si iscrive, di recente, il ricorso all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), istituito presso la Consob. L'istituto è stato infatti introdotto dalla Direttiva 2013/11/UE, che ha trovato applicazione in Italia attraverso il d. lgs. 6 agosto 2015, n. 130. Si tratta di un ulteriore strumento di composizione stragiudiziale delle controversie, nei confronti dell'intermediario finanziario cui può ricorrere un investitore "retail".



Lo strumento è ritagliato per il risparmiatore (anche se impresa, società o altri enti) che non posseda particolari competenze, esperienze e conoscenze in materia finanziaria, invece possedute dagli investitori cosiddetti "qualificati" o "professionali" (per esempio le banche, le compagnie di assicurazioni, i governi nazionali o le imprese di grandi dimensioni). Le materie per le quali il risparmiatore può farvi ricorso concerne la violazione da parte degli intermediari degli obblighi di diligenza, corretta, informazione e trasparenza che la legge pone a loro carico ogni qual volta prestino servizi di

investimento ovvero prestino il servizio di gestione collettiva del risparmio. Il limite di valore della controversia arbitrabile dall'ACF è di 500.000 euro. L'intera procedura è disciplinata dalla Delibera n. 19602 Consob del 4 maggio 2016.

### **Il ruolo del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD)**

Su di un piano ben differente si pone, invece, il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD).

Attualmente, aderiscono al FITD tutte le banche italiane, ad eccezione di quelle di credito cooperativo, nonché le succursali di banche extracomunitarie autorizzate in Italia, salvo che non partecipino a un sistema di garanzia estero



equivalente. Possono, altresì, aderire al FITD le succursali italiane di banche comunitarie, al fine di integrare la garanzia offerta dal sistema di garanzia del Paese di origine. Lo scopo del FITD è di garantire i depositanti delle banche consorziate, le quali forniscono le risorse finanziarie necessarie al suo perseguimento. Tale finalità istituzionale si realizza attraverso varie forme di intervento del Fondo nei confronti di banche consorziate sottoposte a procedure di liquidazione coatta amministrativa e di risoluzione nonché mediante interventi alternativi volti a superare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto delle consorziate.

L'assicurazione dei depositi costituisce una delle componenti fondamentali su cui si fonda la rete di sicurezza tesa ad assicurare la stabilità del sistema bancario. Scopo della garanzia dei depositi è, quello, di offrire tutela al risparmiatore inconsapevole, ossia a colui che non dispone degli strumenti per

valutare in modo adeguato il livello di rischio dei soggetti cui affida il proprio risparmio.

La Banca d'Italia esercita specifici poteri di vigilanza nei confronti dei sistemi di garanzia dei depositanti.

### **Il ruolo del Fondo Nazionale di Garanzia per gli investimenti mobiliari**

Il Fondo Nazionale di Garanzia per gli investimenti mobiliari costituisce un ulteriore "sistema di indennizzo" per i risparmiatori.

Il Fondo è alimentato principalmente dai contributi annualmente erogati dalle imprese d'investimento aderenti ed indennizza gli investitori per i crediti derivanti dalla mancata restituzione integrale o parziale del denaro e/o degli strumenti finanziari o del loro controvalore nei confronti di soggetti aderenti italiani con sede in Italia e di succursali di banche italiane e altri istituti di intermediazione insediati in Stati comunitari aderenti al Fondo, nonché di succursali insediate in Italia di banche e imprese di investimento, comunitarie, società di gestione armonizzate, aderenti al Fondo, limitatamente all'attività svolta in Italia.



L'operatività del Fondo è attivata dall'assoggettamento di un'impresa di investimento ad una procedura concorsuale, giudiziale o amministrativa ed è subordinata all'emissione del decreto che dispone la liquidazione coatta amministrativa; nel caso di fallimento, all'emissione della sentenza dichiarativa di fallimento; nel caso di concordato preventivo, al decreto di omologazione del concordato.

Il Fondo indennizza gli investitori che ne abbiano fatto richiesta per i crediti derivanti dalla mancata restituzione integrale o

parziale del denaro e/o degli strumenti finanziari o del loro controvalore, e che siano stati riconosciuti in via definitiva dagli organi della procedura concorsuale. L'indennizzo è calcolato sulla base dell'importo accertato in tale sede, al netto di eventuali riparti parziali effettuati dagli organi della procedura concorsuale.

Una volta pagato l'indennizzo il Fondo si surroga corrispondentemente nella posizione dei risparmiatori soddisfatti nei confronti della procedura concorsuale, di modo che si verifica una vera e propria traslazione del rischio dall'investitore ammesso al passivo al Fondo.

## 6. IL DIRITTO ALL'INFORMAZIONE

### La Trasparenza

La trasparenza è l'espressione sintetica utilizzata per indicare le regole sull'informazione, sulla pubblicità e sul contenuto dei contratti bancari. Si tratta di norme che mirano a evitare la circolazione d'informazioni inesatte o ingannevoli sui prodotti bancari e ciò con lo scopo di tutelare i consumatori.

Sul tema ha avuto particolare influenza la legislazione europea, per la quale la trasparenza è divenuto uno dei mezzi per assicurare l'efficienza del mercato unico. A tale riguardo, particolare rilievo va dato alla Dir. 2014/65/UE (c.d. Mifid II), che ha sostituito la Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, cd. "Mifid", e dal Reg. 600/2014/UE (MiFIR). A queste fonti si aggiunge la normativa secondaria tra cui particolare rilevanza va riservata al regolamento Consob c.d. intermediari del 29 ottobre 2007, n. 16190.

### Gli obblighi d'informazione degli intermediari finanziari



La tutela del consumatore non è guardata solo dalla prospettiva ampia e generale della circolazione delle informazioni nel mercato, ma anche a livello più specifico, sul piano degli obblighi d'informazione che gravano sull'intermediario finanziario durante la singola contrattazione.

I servizi di investimento vengono regolati, quindi, in maniera dettagliata in funzione della loro tipologia e delle caratteristiche dei clienti e preordinate a garantire a questi un'adeguata informazione sulla natura e sui rischi dell'operazione. L'informazione acquista, quindi, un carattere dinamico nel senso

che viene confermata alle esigenze del cliente specifico in modo da offrirgli i servizi più pertinenti.

Gli obblighi d'informazione riguardano anche i conflitti d'interessi. L'intermediario è tenuto, infatti, a rendere noto al cliente delle diverse situazioni che possono generare conflitti d'interessi e porre in essere delle misure idonee a evitare tali situazioni provochino un pregiudizio agli interessi del cliente.

Alla tutela della scelta consapevole sono dedicati alcuni articoli del regolamento Consob da cui si evince la necessità che l'informazione fornita al cliente risulti appropriata in modo che egli possa ragionevolmente intendere la natura del servizio di investimento, del tipo specifico di strumento finanziario proposto e i rischi anche economici ad esso connesso.

In questo vengono distinti i requisiti dell'adeguatezza e dell'appropriatezza.

L'adeguatezza mira a ottenere dal cliente, o dal potenziale cliente, delle informazioni relative alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla situazione finanziaria, agli obiettivi d'investimento. L'intermediario viene così messo in grado di suggerire al cliente lo strumento finanziario adatto a rispondere alle sue esigenze.

L'appropriatezza mira all'acquisizione dal cliente, o dal potenziale cliente, le informazioni relative alla sua conoscenza ed esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto. L'intermediario può così sapere se il cliente possiede l'esperienza e la conoscenza adatte per comprendere i rischi cui il prodotto offerto lo espone.

V'è dunque l'obiettivo d'imporre all'intermediario la personalizzazione dei prodotti offerti basata sulle informazioni raccolte presso il cliente. Pertanto, allo speculatore finanziario

esperto dovrebbero essere offerti dei prodotti ad alto rischio e particolarmente remunerativi; al risparmiatore mediamente informato dovrebbero essere proposti prodotti con basso profilo di rischio e meno remunerativi.

### **Gli obblighi d'informazione nei rapporti bancari**

Gli interventi legislativi nel settore bancario mirano alla regolazione della commercializzazione dei servizi e dei prodotti bancari, delle informazioni che devono essere fornite durante le trattative, nel contenuto del contratto e durante il suo svolgimento.

Anche in questa sede torna in campo la trasparenza: obiettivo primario del legislatore è di consentire al cliente di ricevere adeguate informazioni secondo modalità che garantiscano l'effettiva completezza, chiarezza e comprensibilità delle condizioni contrattuali.

Particolare rilevanza viene data all'informazione sul costo delle operazioni e dei servizi offerti ai clienti. E ciò per evitare brutte sorprese.

Dal complesso della disciplina, che risulta differenziata per ciascun tipo di cliente (consumatore, microimpresa ecc.), si ricavano obblighi ulteriori tra cui quello di fornire:

- guide pratiche concernenti i principali prodotti bancari e volti a descriverne le caratteristiche fondamentali;
- un generale documento denominato Principali diritti del cliente, da esporsi nei locali aperti al pubblico e sul sito internet, e contenente i principali diritti del cliente e suoi strumenti di tutela;

- specifici fogli illustrativi contenenti informazioni sull'intermediario, sulle condizioni e sulle principali caratteristiche dell'operazione e dei servizi offerti, tra cui, relativamente alle condizioni economiche, vi rientra anche l'ISC (Indicatore Sintetico di Costo), per i conti correnti, e il TAEG (Tasso annuo effettivo globale) per i contratti di finanziamento;
- una copia della bozza di contratto;
- un documento di sintesi, che riporta in maniera personalizzata, secondo quanto previsto dal contratto, le condizioni economiche pubblicizzate nel foglio informativo relativo allo specifico tipo di operazione o servizi e da inviare al cliente almeno una volta l'anno e ogniqualvolta vi sia un'eventuale variazione delle condizioni contrattuali.

La pubblicità e l'informazione sono, poi, oggetto di disciplina specifica con riferimenti a particolari operazioni: contratti di credito al consumo; contratti di credito immobiliare ai consumatori.

## **I servizi di pagamento**

Anche la disciplina sui servizi di pagamento viene differenziata a seconda del soggetto utilizzatore del servizio. L'informazione volta alla tutela della consapevolezza del cliente la fa da padrone: la banca viene obbligata a fornire al cliente informazioni redatte in termini di facile comprensione e in forma chiara e leggibile. Esse devono comprendere le spese dovute al prestatore



di pagamento e la loro suddivisione e, più in generale, le condizioni che il prestatore di servizi fornisce o rende disponibili al pagatore e al beneficiario.

Tutto ciò al fine di evitare di vedersi caricati costi non preventivati.

L'intermediario è così tenuto a informare il cliente su:

- i servizi di pagamento offerti;
- le comunicazioni periodiche;
- le misure di tutela e correttive;
- le modifiche e il recesso dal contratto quadro;
- reclami e ricorsi.

### **La forma informativa**

La legislazione europea attribuisce alla forma particolare attenzione, caricandola di una nuova funzione rispetto alla normativa italiana: si tratta della funzione di garantire al cliente la piena consapevolezza delle informazioni e del contenuto del contratto.

In questo senso la redazione per iscritto dei contratti mira anche a tutelare la consapevolezza della scelta del consumatore. Forma e trasparenza si uniscono e danno vita alla tutela del cliente bancario sul fronte dell'esposizione a costi imprevisti.

Il Testo Unico Bancario (TUB) prevede l'obbligo per le banche di rendere chiari i possibili oneri che gravano sulla clientela. Gli oneri sono due e sono legati agli affidamenti e agli sconfinamenti.

In caso di concessione di un finanziamento anche diverso dall'apertura di credito (**affidamento**), la banca può prevedere quali unici oneri a carico del cliente il pagamento di una commissione onnicomprensiva, calcolata in misura proporzionale

alla somma messa a disposizione e alla durata dell'affidamento, e un tasso d'interesse sulle somme prelevate.

In assenza di affidamento ovvero oltre il limite del fido (**sconfinamento**), la banca è autorizzata a contemplare nei contratti di conto corrente e di apertura di credito quali unici oneri a carico del cliente una Commissione d'Istruttoria Veloce, determinata in misura fissa, ed espressa in valore assoluto, commisurata ai costi e un tasso di interesse debitore sull'ammontare dello sconfinamento.

Queste previsioni consentono al cliente di effettuare una scelta pienamente consapevole e soprattutto priva di sorprese, determinando a priori i possibili costi dell'attività bancaria tramite un metodo che somiglia a quello imposto alle compagnie aeree *low cost*: il prezzo indicato è quello effettivamente praticato.

### Verifica del merito creditizio

Uno degli obiettivi che il legislatore europeo ha inteso perseguire, dapprima con la disciplina sul credito ai consumatori, e poi anche con quella più recente sul credito immobiliare ai consumatori, è quello di impedire che gli istituti di credito e gli intermediari finanziari concedano prestiti in modo "irresponsabile", a soggetti che, tenuto conto del reddito, del patrimonio aggredibile e delle



trascorse vicende restituire, non sono in grado di ripagare i propri debiti, così da evitare sia un eccessivo sovraindebitamento del consumatore, sia effetti negativi sul mercato del credito. Un ruolo centrale, con riferimento ai

contratti di credito al consumo, è svolto al riguardo dall'art. 124-bis del TUB che recita: "prima della conclusione del contratto di credito il finanziatore deve valutare il merito creditizio del consumatore sulla base delle informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando anche una banca dati pertinente".

Il finanziatore deve, quindi, fornire chiarimenti adeguati in modo che il consumatore possa valutare se il contratto di credito sia adatto alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria, chiarendo in tal modo, mediante un obbligo di avviso o di messa in guardia, il nesso attinente tra la valutazione del merito creditizio e l'istanza di protezione del consumatore.

Un più alto livello di protezione nei confronti dei consumatori, sempre nella prospettiva più della tutela del mercato contro i possibili comportamenti opportunistici dei professionisti, si registra nella disciplina del contratto di credito immobiliare ai consumatori, già nella fase precontrattuale degli obblighi informativi.

La disciplina vede, infatti, il connubio di obblighi di informazione con un obbligo di assistenza/consulenza, secondo un sistema per cui alle informazioni cui è tenuto il finanziatore fanno seguito le informazioni che il consumatore deve fornire ai fini della valutazione del suo merito creditizio sulla base delle quali il finanziatore, a sua volta, deve calibrare ulteriori informazioni di natura personalizzata, tali da consentire al consumatore di scegliere il prodotto più adeguato alle proprie esigenze.

## 7. LE NORME DI SALVAGUARDIA E LA TUTELA DEI DIRITTI

### La tutela del risparmio nell'unione europea

Il diritto dell'Unione Europea costituisce una delle fonti più importanti dell'ordinamento giuridico bancario e finanziario, in quanto le regole ed i principi da esso previsti sono pienamente efficaci nel nostro sistema ed in quelli di tutti gli altri Stati membri. Ogni singolo legislatore, infatti, dovrà recepire ed applicare la disciplina europea al fine di creare una normativa comune applicabile uniformemente in tutti gli Stati. Pertanto le Direttive, i Regolamenti, le Raccomandazioni e ogni altro provvedimento regolatorio sovranazionale troveranno pieno riconoscimento o in via diretta oppure attraverso l'emanazione di leggi interne che ne attuino i principi.

L'obiettivo principale della politica legislativa europea è quello di realizzare un unico mercato dei capitali, in grado di competere con altre realtà internazionali, fondato su un'ampia integrazione



finanziaria, su una completa armonizzazione delle regole, su una concreta apertura dei confini politici ed economici. Alla base di tale disegno si pongono importanti principi quali la tutela della stabilità e dell'efficienza dei mercati, la trasparenza dei servizi e dei prodotti offerti, la piena concorrenzialità tra le imprese finanziarie, a loro volta necessari per garantire adeguati livelli di protezione dei risparmiatori e degli investitori. Per giungere a questi obiettivi, si sono percorse diverse strade.

Si è provveduto a centralizzare i poteri di vigilanza sul mercato finanziario in capo a nuove autorità, con l'attribuzione di competenze anche internazionali per riuscire a sottoporre a controlli più efficaci anche quegli intermediari che operano in più Stati (cross border). Si è istituito il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF) composto dal Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) che controlla la stabilità finanziaria europea, dalle nuove autorità di vigilanza europee come l'EBA, l'ESMA e l'EIOPA, con competenze su tutta l'Unione, e dalle Autorità di Vigilanza di ogni singolo Stato Membro, che con queste collaborano (v. Appendice 1).

Si tende, ormai, ad una integrale unione finanziaria nella quale, accanto all'unione bancaria, che è stata già avviata, si affianchi anche una unione del mercato dei capitali, regolata da medesime norme e sottoposta a medesimi criteri di controllo, capace di offrire agli investitori ed ai risparmiatori europei una tutela maggiore e più efficace di quella attuale e di interrompere quel circolo vizioso tra emittenti sovrani, enti creditizi ed economia reale che ha causato gravi danni ancora persistenti.

Tra i numerosi provvedimenti regolamentari europei, due direttive hanno determinato profondi cambiamenti nel mercato finanziario.

La Direttiva MiFID ha adeguato il quadro normativo comunitario all'evoluzione del mercato finanziario. Tra le principali novità vi sono: l'eliminazione dell'obbligo di negoziare su mercati regolamentati ed il pieno riconoscimento delle sedi alternative di negoziazione; nuove regole di comportamento e di organizzazione per gli intermediari finanziari; una nuova classificazione dei clienti e la previsione di obblighi proporzionati alle diverse categorie; l'inquadramento della consulenza finanziaria tra le

attività riservate; nuove regole sui conflitti d'interesse; l'introduzione dell'obbligo di comunicare alla clientela la presenza di eventuali incentivi (*inducements*) provenienti da terzi e quello di garantire comunque al cliente la medesima qualità del servizio fornito.

Tale disciplina, recepita nel Testo Unico della Finanza (TUF) è attualmente in fase di rivisitazione, a seguito dell'emanazione della Direttiva MiFID 2 in corso di attuazione.

La nuova Direttiva si propone di sviluppare un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurati alti livelli di trasparenza e di protezione dei risparmiatori. Investitori ed imprese di investimento potranno operare a livello transfrontaliero (c.d. passaporto unico) in modo più semplice e a condizioni uguali in tutti gli Stati dell'Unione. Sono previste nuove regole di organizzazione e di comportamento degli intermediari per aumentare la protezione del risparmiatore fin dalla fase di creazione del prodotto finanziario, obbligando l'intermediario a conoscere le reali esigenze del cliente e a destinargli solo determinati prodotti.

Tra le innovazioni più importanti vi sono: la riformulazione del servizio di consulenza, per il quale gli intermediari dovranno valutare anche periodicamente l'adeguatezza degli strumenti consigliati; la disciplina dei rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari; l'introduzione della figura dell'agente collegato nell'ambito delle offerte fuori sede.

### **La tutela costituzionale del risparmio nell'ordinamento nazionale**

Il risparmio è un bene tutelato espressamente dalla nostra Costituzione, in quanto la sua conservazione e, soprattutto, il suo

corretto impiego realizzano interessi di natura pubblica oltre che privata.

Tutelare il risparmio significa, infatti, tutelare sia i singoli risparmiatori sia l'intera collettività. La funzione principale del mercato finanziario è quella di garantire questa tutela, attraverso meccanismi particolari e norme speciali che devono essere rispettate da tutti coloro che operano in esso.

Come detto, è necessario che la liquidità risparmiata dai cittadini venga trasferita ad imprese private o enti pubblici per essere impiegata nelle rispettive attività e, così, essere reimmessa nel circuito economico, avvantaggiando l'intera collettività. Questa circolazione viene facilitata dall'attività degli intermediari finanziari e, più in generale, dal mercato finanziario, che favorisce l'incontro tra domanda e offerta di risparmio.

Il buon funzionamento e l'efficienza del mercato, e quindi la tutela del risparmio sono realizzati riconoscendo allo Stato il potere di disciplinare, controllare ed organizzare, con regole precise e particolari, l'attività di tutti i soggetti che operano in tale contesto.

Le principali norme della Costituzione dedicate alla tutela del risparmio sono:

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

Art. 41 che riconosce la libertà di iniziativa economica e dispone che "la legge disciplina i controlli e i programmi necessari per indirizzare le imprese, pubbliche e private, a fini di utilità sociale";

Art. 117 che riserva espressamente alla potestà legislativa esclusiva dello Stato, fra le altre, la materia della "moneta, tutela del risparmio e mercati finanziari".

Ne consegue che le attività finanziarie, pur avendo carattere d'impresa, sono sottoposte a specifiche ed esclusive regole, a vincoli e controlli esterni necessarie per assicurare una gestione sana e prudente ed una corretta allocazione delle risorse economiche.

### **La tutela del risparmio: la disciplina del Testo Unico della Finanza(TUF)**

Il mercato finanziario è caratterizzato dalla presenza di una fisiologica asimmetria informativa.

I risparmiatori non possiedono, infatti, le conoscenze e le competenze adeguate a comprendere appieno i meccanismi del sistema finanziario e le attività in esso svolte. E' difficile, soprattutto, capire e valutare la convenienza, la rischiosità, l'economicità di un certo strumento o prodotto finanziario poiché esse non dipendono da elementi immediati e tangibili della realtà, ma da fattori futuri ed imprevedibili, la cui comprensione richiede competenze tecniche ed approfondite, che spesso l'investitore non può possedere.

Per colmare questo squilibrio informativo il Testo Unico della Finanza (TUF), anche in attuazione della normativa europea, detta regole molto rigide che gli intermediari finanziari, gli emittenti ed i mercati devono necessariamente rispettare affinché il risparmiatore, prima di concludere l'operazione finanziaria, sia messo in grado di conoscere e comprendere adeguatamente ogni elemento necessario e utile per adottare una scelta consapevole di investimento.

Più numerose, chiare e comprensibili saranno le informazioni fornite al cliente, maggiore sarà la sua conoscenza dello strumento scelto o consigliato, dell'impresa emittente che lo offre, del mercato in cui viene negoziato, dell'intermediario con cui sta operando. In tal modo aumenterà la sua protezione, poiché sarà in grado di conoscere e valutare ogni elemento dell'investimento e decidere se effettuarlo. Solo se questo sistema viene pienamente rispettato, il rischio naturale dell'investimento finanziario graverà esclusivamente sul risparmiatore il quale, a fronte delle aspettative di remunerazione del proprio risparmio, si è accollato consapevolmente anche l'eventualità di perderlo, in tutto o in parte.

Accanto alle disposizioni sulla trasparenza, il TUF prevede numerosi e dettagliati obblighi di organizzazione e di funzionamento, oltre che incisivi poteri di vigilanza, tutti necessari a mantenere l'attività finanziaria entro determinati canoni prestabiliti, per salvaguardare la fiducia del cliente nel sistema finanziario, la sua propensione all'investimento e, di conseguenza, il buon funzionamento e l'efficienza del mercato.

### **La responsabilità degli intermediari finanziari**

L'intermediario che esegue l'operazione di investimento non è obbligato a far conseguire al cliente un risultato favorevole. Come detto, il rischio naturale di un investimento finanziario grava esclusivamente sul cliente qualora vengano rispettate tutte le regole previste dalla legge. L'intermediario, tuttavia, deve adottare ogni misura più ragionevole ed efficace per far ottenere al cliente il miglior risultato possibile, tenendo conto del profilo

del cliente, del prezzo dello strumento, dei costi dell'operazione e delle sedi di negoziazione (*best execution*).

La violazione delle regole di trasparenza, di comportamento e di organizzazione che hanno esposto il risparmiatore a rischi o a perdite non direttamente connessi al suo investimento, comporta responsabilità degli intermediari. Questi, oltre ad eventuali conseguenze penali o amministrative, dovranno restituire le somme ricevute dal cliente e risarcirlo di tutti i danni subiti. Spetterà all'intermediario provare in giudizio di aver agito con la diligenza richiesta.

### **L'offerta fuori sede dei servizi finanziari**

L'intermediario può prestare la propria attività al di fuori dei locali commerciali adibiti a sede legale ovvero ad uffici di proprie dipendenze. In questi casi, poiché il risparmiatore non può avere contatti o informazioni dirette dall'intermediario e non può usufruire di tutte le cautele offerte, il TUF prevede in favore del cliente al dettaglio una particolare disciplina che limita gli aspetti negativi prodotti da tale distanza.

L'intermediario che opera con queste modalità deve avvalersi di un consulente finanziario abilitato alla promozione fuori sede (già promotore finanziario), cioè di una persona fisica che presta l'offerta fuori sede professionalmente ed esclusivamente per un solo intermediario finanziario. Pertanto sarà il consulente a promuovere i servizi di investimento, collocare strumenti finanziari, prestare consulenza, ricevere e trasmettere gli ordini dei clienti.

Lo svolgimento di tale attività è subordinato all'iscrizione in un apposito Albo, previa verifica di requisiti di onorabilità e di

professionalità (possesso di un diploma di istruzione secondaria superiore e superamento di una prova valutativa).

Sul consulente gravano gli stessi obblighi che gravano sull'intermediario. Questo sarà responsabile solidalmente con il proprio consulente nel caso in cui l'investitore abbia subito un danno derivante da un inadempimento della specifica normativa o anche da una responsabilità penale del consulente.

Per evitare il c.d. "effetto sorpresa", l'efficacia dei contratti conclusi fuori sede è sospesa per sette giorni decorrenti dalla data della sottoscrizione dell'investitore. Entro questo termine l'investitore può esercitare il suo diritto di ripensamento, comunicando il proprio recesso senza dover sopportare spese o versare alcun corrispettivo economico. Tale facoltà deve essere indicata nei moduli consegnati all'investitore, pena la loro nullità che può essere fatta valere solo dal cliente.

### **Gli obblighi degli emittenti: il prospetto informativo**

Anche nei riguardi degli emittenti, cioè dei soggetti che si finanziano attraverso l'offerta al pubblico dei propri prodotti o strumenti finanziari, il TUF impone specifici obblighi di comportamento, di informazione e di trasparenza per tutelare al meglio gli investitori. Tra queste norme ha particolare rilievo la disciplina sul prospetto informativo, documento necessario con il quale l'emittente fornisce al risparmiatore, in maniera adeguata e corretta, ogni informazione che gli consenta di conoscere l'investimento.



Chi intende effettuare una raccolta del risparmio tra il pubblico deve preventivamente redigere un prospetto di offerta, in cui

inserisce, in forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni necessarie affinché gli investitori possano giungere ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente, sui prodotti finanziari offerti e sui relativi diritti, sul rischio e sulla redditività connessi.

Va inoltre redatta una nota di sintesi, in linguaggio non tecnico, contenente le informazioni chiave capaci di richiamare l'attenzione del risparmiatore sui punti più significativi dell'investimento come l'indicazione della situazione economica e patrimoniale dell'emittente, le caratteristiche essenziali dello strumento offerto, i rischi connessi, le condizioni generali dell'offerta, le sue ragioni e l'impiego dei relativi proventi.

Il prospetto viene approvato dalla Consob e successivamente pubblicato su uno o più giornali a diffusione nazionale o sul sito dell'emittente o dell'intermediario che cura l'offerta.

L'emittente sarà responsabile dei danni subiti dal risparmiatore a causa di una inadeguata o non corretta informazione contenuta nel prospetto. L'emittente dovrà provare di aver agito con diligenza per assicurare che le informazioni fossero veritiere ovvero che non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. Medesima responsabilità graverà anche sugli intermediari che hanno direttamente avuto contatti con il risparmiatore.

### **Conclusioni: il ruolo dell'educazione finanziaria**

Alla base della nuova fisionomia che sta progressivamente assumendo il mercato finanziario internazionale, vi è la convinzione che per creare una maggiore integrazione economica, sociale e finanziaria sia necessario accrescere la cultura

finanziaria dei cittadini. Il progresso tecnologico, insieme ad altri fattori sociali ed economici, sta radicalmente cambiando sia i rapporti tra intermediari e clienti sia il mercato, rendendolo più sofisticato e complesso ma contemporaneamente più accessibile. In questo contesto, bisogna garantire la fiducia dei consumatori nel sistema finanziario ed incrementare la loro propensione all'investimento. A tal fine è opportuno aumentare la quantità e la qualità delle informazioni in circolazione affinché il consumatore dei servizi finanziari possa avere una ampia base di conoscenze ed una maggiore consapevolezza delle opportunità di investimento, partecipando attivamente al buon funzionamento del sistema e del mercato finanziario.



A completamento delle tutele offerte dal quadro legislativo si inserisce un altro fattore non giuridico, quale necessario presupposto per raggiungere gli obiettivi prefissati: l'educazione finanziaria. L'offerta al cittadino di informazioni su principi e regole di funzionamento dei mercati finanziari, sui diritti e doveri dell'investitore e degli intermediari, sull'importanza della pianificazione degli investimenti, della selezione degli intermediari e della scelta dei prodotti finanziari più adeguati, permette di aumentare l'efficacia dell'assetto normativo tradizionale, della regolamentazione, del controllo e delle responsabilità, contribuendo in concreto a proteggere il risparmio, privato e collettivo.

Risparmiatori correttamente informati divengono consapevoli dei propri diritti e anche delle proprie responsabilità, posseggono maggiori strumenti per valutare la qualità dei servizi e dei

prodotti consigliati o proposti, per identificare attività abusive o illecite, per gestire meglio i propri risparmi. Inoltre essi sono in grado di selezionare le migliori opportunità di investimento, emarginare realtà meno competitive ed escludere quelle fraudolente, concorrendo, in tal modo, a migliorare l'efficienza complessiva del mercato.

L'educazione finanziaria rappresenta un importante elemento non solo per la tutela del singolo cliente ma, più in generale, per un corretto sviluppo di tutto il sistema finanziario. Per questo motivo si stanno moltiplicando, in campo nazionale ed internazionale, iniziative dirette a divulgare specifiche conoscenze per raggiungere quei livelli d'informazione di base, c.d. alfabetizzazione finanziaria, richieste dall'attuale contesto economico-finanziario, che possano supportare adeguatamente gli interventi legislativi a tutela del risparmio.

## APPENDICE 1

### LE AUTORITA' DI VIGILANZA

#### La funzione di vigilanza sul sistema finanziario

Nell'ordinamento italiano, la funzione di vigilanza sul sistema finanziario è stata affidata dal legislatore ad enti pubblici con competenze suddivise per settori (la Banca d'Italia per il comparto bancario, la CONSOB per il comparto mobiliare e l'IVASS per quello assicurativo), qualificabili come Autorità amministrative indipendenti. Ciascuna delle autorità di settore ha un proprio statuto ed è retta da una specifica disciplina.

La funzione di vigilanza si articola sostanzialmente nell'esercizio di poteri regolamentari, informativi ed ispettivi nei confronti dei soggetti vigilati.

**Vigilanza regolamentare:** le Autorità di vigilanza possono adottare regole di carattere generale per il corretto funzionamento del mercato di riferimento. Tali regole, dal contenuto spiccatamente tecnico, integrano e specificano le previsioni di legge, consentendo un aggiornamento della disciplina rapido ed efficiente, in quanto non sottoposto alle lungaggini tipiche del procedimento legislativo ordinario.

**Vigilanza informativa:** è l'acquisizione di informazioni e dati di varia natura dai soggetti vigilati, tenuti a trasmettere di propria iniziativa alle Autorità di settore specifici documenti o informazioni (ad es., i propri bilanci) e ad ottemperare, del pari, ad eventuali richieste formulate da queste ultime. Tale strumento consente alle Autorità di monitorare nel tempo l'attività dei soggetti vigilati e di valutare l'adozione di eventuali misure correttive o sanzionatorie.

**Vigilanza ispettiva:** è il potere di sottoporre i soggetti vigilati a ispezioni periodiche (con ampio accesso a dati, informazioni e documenti rilevanti), condotte da funzionari delle Autorità di controllo. Anche in questo caso, l'esito delle ispezioni può portare all'adozione di provvedimenti più o meno "severi" nei confronti dei vigilati, fino a sfociare, nei casi più gravi, nell'avvio di procedure di crisi.

Il quadro dei poteri delle autorità di vigilanza è completato da misure interdittive, conformative e sanzionatorie nei confronti di singoli intermediari, volte rispettivamente a "indirizzare" questi ultimi verso una sana e prudente gestione (ad es., mediante il divieto di intraprendere specifiche operazioni) e a sanzionare in via amministrativa (con pene perlopiù pecuniarie) eventuali violazioni della normativa di settore.

### **Le autorità sovranazionali di vigilanza finanziaria**

In ambito europeo sono state istituite, nel 2010, tre nuove Autorità Europee di Vigilanza (AEV), organismi indipendenti con personalità giuridica di diritto comunitario, risultanti dall'aggregazione fra le autorità di vigilanza nazionali dei tre distinti settori dell'intermediazione finanziaria: l'EBA (European Banking Authority), per il settore bancario, l'ESMA (European Securities and Markets Authority), per il settore mobiliare e l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) per il settore assicurativo. Queste, unitamente alle Autorità di vigilanza nazionali e all'ESRB (European Systemic Risk Board) creato per il monitoraggio e la valutazione dei fattori di rischio sistemico), costituiscono il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF).

Poteri di vigilanza sono stati attribuiti, più di recente, anche alla Banca Centrale Europea, nell'ambito di un progetto di ampio respiro, noto come Unione Bancaria.

<b>Unione Bancaria</b>		
<i>Meccanismo Unico di Vigilanza</i>	<i>Meccanismo Unico di Risoluzione</i>	<i>Sistema di Garanzia dei Depositi</i>

L'Unione bancaria si fonda, più in particolare, su tre "pilastri":

- il **Meccanismo di vigilanza unico**, che prevede la centralizzazione della funzione di supervisione degli enti creditizi situati negli Stati membri partecipanti, con l'obiettivo di renderla più efficiente, uniforme ed imparziale;
- il **Meccanismo unico di risoluzione delle crisi**, basato sull'istituzione di un nuovo organismo europeo (il Comitato unico di risoluzione, o Single Resolution Board), nonché sull'applicazione di regole uniformi in materia di prevenzione e di gestione delle crisi degli intermediari (banche ed imprese di investimento);
- il **Sistema europeo di garanzia dei depositi**, che, in caso di dissesto dell'intermediario, intervenga a tutela del comune depositante, tenendolo indenne da perdite fino ad una soglia di 100.000 euro.

In particolare, il Meccanismo di Vigilanza Unico attribuisce un ruolo primario alla Banca Centrale Europea (responsabile ultima



del buon funzionamento dell'intero meccanismo), ma mantiene importanti competenze anche in capo alle autorità di vigilanza dei singoli Stati membri, presupponendo inoltre una costante interazione fra l'autorità centrale e quelle periferiche, per un proficuo svolgimento della supervisione nell'intera area europea.

### **Le Autorità di Vigilanza nazionali**

Come già osservato, nel nostro Paese, la vigilanza finanziaria è essenzialmente ripartita fra tre autorità (Banca d'Italia, Consob e IVASS), ciascuna delle quali è preposta, in linea di massima, ad uno dei tre macrosettori in cui si articola il mercato finanziario.

**La Banca d'Italia** è un'autorità indipendente con funzioni monetarie, nonché di vigilanza e di regolamentazione del settore creditizio e finanziario. Persegue la sana e prudente gestione degli intermediari, la stabilità complessiva e l'efficienza del sistema finanziario, nonché l'osservanza delle disposizioni che disciplinano la materia da parte dei soggetti vigilati, cooperando attivamente con le altre autorità nazionali e sovranazionali. Opera inoltre, come già visto, nel campo della regolamentazione bancaria e finanziaria, prendendo parte anche agli organismi internazionali a ciò preposti.

**La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)** è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano. Si tratta di un ente di diritto pubblico a struttura collegiale, composto da un Presidente e da quattro commissari, il cui incarico

(non rinnovabile) dura sette anni. Numerose sono le funzioni che la Consob esercita, in piena autonomia ed indipendenza, avvalendosi di poteri di vigilanza e regolamentari nei confronti soprattutto di intermediari, mercati di strumenti finanziari ed emittenti. Tuttavia la disciplina del mercato mobiliare in più casi prevede una suddivisione di poteri fra CONSOB e Banca d'Italia.

### **L'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni private (IVASS)**

è un ente di diritto pubblico che opera, in regime di autonomia e indipendenza, con l'obiettivo di garantire la tutela degli assicurati e, più in generale, la stabilità dei mercati finanziari. L'IVASS esercita un'intensa attività di supervisione sui soggetti vigilati, effettuando controlli sulla stabilità e sulla condotta degli intermediari assicurativi, miranti ad assicurare il rispetto degli obblighi imposti dalla normativa di settore, la trasparenza e la correttezza nelle relazioni con la clientela. L'IVASS cura la tenuta del Registro unico degli intermediari assicurativi e riassicurativi (RUI), adotta regolamenti per l'attuazione del Codice delle assicurazioni e delle disposizioni di rango europeo, applica sanzioni amministrative e disciplinari in caso di condotte illecite.

### **Le altre Autorità**

Da ultimo, ricordiamo che specifici poteri relativi ai mercati finanziari competono anche ad altri enti, tra i quali:

- la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), autorità amministrativa indipendente che vigila sul sistema dei fondi pensionistici, a tutela del risparmio destinato alle forme di previdenza complementare;

- l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), che interviene in presenza di accordi fra imprese, operazioni di concentrazione, abusi di posizione dominante che possono ledere il funzionamento concorrenziale del mercato;
- il Comitato interministeriale del credito e del risparmio (CICR), con funzioni di alta vigilanza nel settore creditizio;
- il Ministro dell'economia, che esercita poteri regolamentari in materie di notevole rilevanza (ad es., requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali degli intermediari);
- l'Unità di informazione finanziaria (UIF), istituita presso la Banca d'Italia con funzioni di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

### **Il quadro normativo nazionale. Il Testo Unico Bancario e il Testo Unico della Finanza**

La regolamentazione dei mercati finanziari è affidata ad una molteplicità di fonti di differente natura e livello. Ai principi di vertice, sanciti dai Trattati europei e dalla Costituzione italiana, si affiancano infatti norme primarie di diritto europeo (direttive, regolamenti) e di diritto interno (leggi dello Stato), ma anche disposizioni secondarie, provvedimenti vari adottati dalle Autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali (istruzioni, comunicazioni, indirizzi, raccomandazioni, ecc.), usi normativi e prassi contrattuali, norme di autoregolamentazione (ad es., Codici di autodisciplina) dettate dagli stessi operatori per disciplinare le proprie attività.



Un sistema così frastagliato rende estremamente difficoltosa una completa ricognizione delle fonti normative, che si presentano per di più in costante e rapidissima evoluzione - specie in tempi di crisi - per tenere il passo con i frequenti mutamenti della realtà socio-economica e con le sfide che l'innovazione finanziaria continuamente pone.

A tal proposito il legislatore italiano ha deciso di racchiudere in due provvedimenti normativi "onnicomprensivi", noti come **Testo Unico Bancario** (d. lgs. n. 385/93) e **Testo Unico della Finanza** (d. lgs. n. 58/98), le principali disposizioni in tema di attività bancaria e di intermediazione mobiliare, in precedenza disseminate in più fonti.

Si tratta di un'opera di sistemazione e razionalizzazione normativa di grande utilità pratica, che tuttavia, non può ritenersi esaustiva: il TUB e il TUF, infatti, necessitano di essere integrati sia con molte altre disposizioni di diritto europeo e nazionale, sia con i numerosissimi provvedimenti adottati dalle Autorità di vigilanza (cui gli stessi Testi Unici, peraltro, spesso demandano la specificazione delle norme a contenuto generico).

## APPENDICE 2

### LA POLITICA MONETARIA

#### La moneta e la Banca Centrale

La politica monetaria influenza direttamente la liquidità presente sui mercati e i tassi d'interesse. L'istituzione incaricata di effettuare manovre di politica monetaria e di mettere la moneta in circolazione è la Banca Centrale. Per i paesi come l'Italia che adottano l'euro, l'ente di riferimento è la Banca Centrale Europea (BCE). Per inciso, la BCE non è una banca presso la quale un cittadino può aprire un conto corrente, ma ha funzioni istituzionali ben precise.



Poiché l'immissione o il ritiro della moneta ha ripercussioni rilevanti sull'economia, il ruolo della BCE non è soltanto quello di "grande fabbrica" di denaro. Le decisioni della BCE sulla quantità di moneta che deve essere presente in un'economia rappresenta comunque il principale intervento di "politica monetaria".

L'obiettivo principale che orienta l'azione della BCE, così come quello delle Banche Centrali di altri paesi nel mondo, è la stabilità dei prezzi. Tutto sommato, è normale che i prezzi dei beni e dei servizi che acquistiamo aumentino gradualmente al passare del tempo. L'aumento dei prezzi di tutti i beni e i servizi è detto "inflazione". Ma un aumento rapido e inatteso dei prezzi potrebbe generare squilibri nel sistema economico (pensate se il prezzo di un chilo di pane aumentasse improvvisamente di 50 centesimi al mese).

Al contrario, anche una certa diminuzione dei prezzi sarebbe negativa (deflazione): se un'azienda fosse costretta ad abbassare

il prezzo di un bene pur di venderlo, potrebbe diminuire i propri ricavi al punto da essere costretta a licenziare i suoi dipendenti. Quindi, la stabilità dei prezzi è fondamentale per la nostra quotidianità di consumatori.

### **La BCE e la quantità di moneta**

**Come fa la BCE a stabilire quanta moneta mettere in circolazione ?**

La risposta a tale domanda non è banale e nasconde processi complessi. La politica monetaria dipende dagli obiettivi della BCE e dalle condizioni in cui concretamente versa un'economia in un dato momento storico.

Quando la BCE decide di immettere moneta nel sistema economico (si dice che "aumenta l'offerta di moneta") essa mette a disposizione degli operatori del sistema economico, in primo luogo le imprese che chiedono prestiti in banca, nuove risorse sotto forma di denaro per nuovi investimenti. Le imprese che investono creano nuovi posti di lavoro, e ciò permette ai cittadini di migliorare le proprie condizioni di vita complessive acquistando beni e servizi. Ciò accade, ad esempio, quando vi è una crisi economica (o "recessione"), e la BCE teme che la situazione sia talmente negativa che i prezzi possano scendere generando deflazione. Si dice in tal caso che la BCE pratica una politica monetaria espansiva.

Se la Banca Centrale decide di ritirare moneta dal sistema economico (si dice che la BCE "diminuisce l'offerta di moneta"), lo fa con l'obiettivo di "frenare" l'economia che magari in quel momento si trova in uno stato di "espansione", di eccessiva "euforia", tali da generare eccessiva inflazione. Si dice in tal caso che la BCE pratica una politica monetaria restrittiva.

## La BCE e l'immissione di moneta nell'economia

Come fa la BCE a immettere moneta nel sistema economico ?

Per rispondere a questa domanda facciamo un piccolo passo indietro. Il governo di ciascun paese "raccolge" le tasse dalla popolazione e le investe in opere pubbliche, stipendi dei dipendenti della pubblica amministrazione, servizi di pubblica istruzione e sicurezza, pensioni, etc.: il valore di tutto ciò prende il nome di spesa pubblica.



Talvolta però le tasse raccolte non sono sufficienti a coprire la spesa pubblica: per questo motivo lo Stato chiede in prestito denaro a chi vuole investire. Specificamente ci riferiamo all'emissione di titoli di Stato nella forma di obbligazioni (v. capitolo 3).

Al momento dell'emissione lo Stato sa già quanto andrà a pagare nel momento in cui rimborserà il debito (appunto, il valore nominale).

Se dividiamo il rendimento dell'investitore per quanto egli ha dato in prestito, cioè il prezzo, otteniamo il tasso di interesse.

Se la BCE vuole aumentare la quantità di moneta in circolazione, si rivolge alle banche commerciali (quelle in cui abbiamo i nostri depositi) acquistando da queste i titoli di Stato che le stesse hanno acquisito in precedenza. Le banche avranno meno titoli e più denaro da prestare alle imprese per gli investimenti.

Al contrario, se la BCE vuole diminuire la quantità di moneta in circolazione, si rivolge alle banche commerciali vendendo loro i titoli di Stato che possiede. Le banche avranno più titoli e meno denaro da prestare alle imprese per gli investimenti.

## La relazione tra tasso di interesse e politica monetaria

Come detto, se la BCE vuole "stimolare l'economia" adotterà una politica monetaria espansiva. Ciò significa acquistare titoli dalle banche commerciali in cambio di nuova moneta. Per una legge economica molto semplice e intuitiva, i beni più rari e difficili da reperire costano di più. Allo stesso modo, acquistando tanti titoli la BCE ne renderà disponibili di meno sul mercato e quindi più difficile il loro reperimento per gli investitori che vogliono acquistarli in un momento intermedio tra l'emissione e la scadenza, facendone aumentare il prezzo. Se il prezzo dei titoli aumenta, il loro rendimento diminuisce e di conseguenza diminuisce il tasso di interesse.

Se la BCE ritiene che sia necessario un "freno all'economia" adotterà una politica monetaria restrittiva. Ciò significa vendere i propri titoli alle banche commerciali in cambio di moneta, che la BCE toglierà dalla circolazione. I beni meno rari e facili da reperire costano di meno: vendendo tanti titoli la BCE ne renderà disponibili di più sul mercato e quindi sarà più facile il loro reperimento per gli investitori, facendone diminuire il prezzo. Analogamente a prima, se il prezzo dei titoli diminuisce il rendimento aumenta e di conseguenza aumenta il tasso di interesse.

Quindi, in caso di politica monetaria espansiva:

- le banche commerciali hanno a disposizione più denaro da prestare alle imprese;
- le imprese a loro volta sono stimolate a prendere in prestito il denaro in quanto il tasso di interesse è più basso;
- aumentando gli investimenti delle imprese, aumenta di conseguenza l'occupazione, aumenta il reddito disponibile per l'acquisto di beni e servizi, aumenta la spesa degli individui;

- la maggiore spesa degli individui spinge le imprese a produrre di più: si ripete il comportamento "circolare".

Viceversa, una politica monetaria restrittiva induce una reazione opposta del sistema economico.

Concludendo, "immettere" moneta non vuol dire "aumentare la ricchezza", ma semplicemente "liberare" le banche commerciali dai titoli di Stato, dando loro moneta per attività quali i prestiti alle imprese. Analogamente, "ritirare" moneta non vuol dire "diminuire la ricchezza" ma ridurre la capacità di credito delle banche commerciali.

## GLOSSARIO

Affidamento, 68, 69

Agenzie di rating, 22

Asset finanziario, 47

Autorità amministrative indipendenti, 82

Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), 87

Banca d'Italia, 15, 20, 32, 34, 36, 38, 59, 62, 82, 85, 86, 87

Banca Centrale Europea (BCE), 13, 21, 50, 84, 85, 89

Bonifico, 52

Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), 19, 23

Breve termine, 24

Buoni del Tesoro Poliennali (BTP), 20

Buoni del Tesoro Poliennali Indicizzati BTP€i, 20

Capitale investito, 11, 15, 16, 18, 19, 20, 23, 25, 26, 27, 28, 29, 33

Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., 26

Certificati di Credito del Tesoro (CCT), 20

Comitato interministeriale del credito e del risparmio (CICR), 87

Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), 38, 86

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), 6, 60, 61, 64, 65, 79, 82, 85, 86

Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ), 11, 20

Depositi postali, 26, 27

Deposito a risparmio, 17, 18, 19

Deposito bancario libero e vincolato, 17

Deposito in Conto Corrente, 17, 18, 19

Derivato, 40, 41, 42, 43, 44, 46, 47, 48

Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, 19, 23, 25, 30, 61

Fondo di Garanzia, 23, 30

Futures, 39, 40, 42, 43, 47

IBAN, 18

Investimento di media e lunga scadenza, 36

Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni private (IVASS), 82, 85, 86

Legame tra rendimento e rischio, 37

Meccanismo di vigilanza unico, 84, 85

Meccanismo unico di risoluzione delle crisi, 84

Mercato assicurativo, 10

Mercato bancario, 9

Mercato mobiliare, 9, 86

Ministro dell'economia, 87

Moody's, 31

Nominativo o al portatore, 17, 22

Obbligazioni bancarie subordinate, 29

Obbligazioni ordinarie, 28, 29

Obbligazioni zero-coupon, 28

Option, 43, 44

Orizzonte temporale medio-lungo, 28

Politica monetaria espansiva, 90, 92

Politica monetaria restrittiva, 91, 92, 93

Rischi di cambio, 32

Rischi di mercato, 16, 21, 32, 46

Rischio di insolvenza, 26, 30, 31, 32, 53

Rischio paese, 53

Scadenza vincolata, 22

Sconfinamento, 69

SEPA, 52

Sistema Europeo delle Banche Centrali, 14

Sistema europeo di garanzia dei depositi, 84

Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), 72, 84

Sistema finanziario, 7, 8, 9, 10, 13, 59, 75, 76, 80, 81, 82, 85

Società di Gestione del Risparmio, 32

Sovraindebitamento, 69

Spread, 12, 13

Swap, 42, 44, 45

Tasso di interesse, 11, 17, 18, 20, 21, 22, 23, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 45, 69, 91, 92

Tasso fisso e variabile, 11

Testo Unico Bancario (TUB), 58, 60, 68, 87, 88

Titoli di Stato, 12, 19, 20, 21, 24, 91, 92, 93

Unità di informazione finanziaria (UIF), 87