

Il Sole
24 ORE

FOCUS NORME E TRIBUTI

Mercoledì 25 Gennaio 2017
www.ilsole24ore.com/focus

Il focus del Sole 24 ORE
Il Sole 24 ORE, Milano, Settimanale, n. 2.
In vendita abbonata obbligatoriamente con
Il Sole 24 ORE a € 2,00 - (Il focus del Sole
24 ORE € 0,50 + Il Sole 24 ORE € 1,50)

LA GUIDA

**Le garanzie
trovano
un nuovo
strumento**

di **Ranieri Razzante**

Un numero delle cause bancarie ha un trend in costante aumento. I temi concernono per lo più la responsabilità fatta valere da singoli investitori nei confronti degli intermediari finanziari. Fino a oggi il risparmiatore "tradito" poteva cercare un accordo con l'intermediario, anche grazie all'aiuto di sistemi di conciliazione operanti nel nostro ordinamento.

#BANCHE #RISPARMIATORI #FONDI #TITOLI

Controversie finanziarie

L'ISTITUTO ATTIVO DAL 9 GENNAIO

Investimenti, la tutela passa dall'arbitro

- La banca ha 60 giorni per «replicare»



PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

ALTERNATIVE AL PROCESSO

Parte l'Arbitro Consob

L'avvio fissato il prossimo 9 gennaio. Procedimento gratuito per i risparmiatori che faranno ricorso

Antonio Criscione

■ Intrapresa di lancio ormai l'arbitro per le controversie finanziarie (Acf) della Consob. Un organismo, gratuito per i risparmiatori retail, coniato sull'esempio dell'arbitro bancario finanziario, creato da Bankitalia e ormai afferrato punto di riferimento del settore. Nei giorni scorsi infatti la Consob ha nominato i componenti dell'unico collegio dell'Acf e ha fissato per il prossimo 9 gennaio l'avvio dell'operatività del nuovo organismo.

LA FASE DI AVVIO

La scelta del presidente in fase di avvio del nuovo organismo, è caduta su Gianpaolo Eduardo Barbuzzi, dirigente Consob, capo della divisione amministrazione e

ducati dalla stessa Authority, e altri due, una espressione del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti (Cncu) e uno indicato dalle principali associazioni di categoria degli intermediari finanziari. Per ogni componente effettivo sono stati individuati due supplenti, sia perché per le decisioni del collegio occorre che siano presenti tutti i componenti, sia per far fronte a un eventuale carico di lavoro iniziale che dovesse superare la capacità di risposta del collegio. Anche per tutti gli altri componenti dell'Acf sono previste regole per evitare conflitti di interessi.

LE NOVITÀ

Il nuovo organismo Consob, rispetto alla precedente Camera di conciliazione presso la stessa Authority, ha due caratteristiche fondamentali: invariate dall'Arbitro bancario finanziario e che hanno costituito la chiave del successo di quest'ultimo: l'obbligatorietà per gli intermediari di prendere parte al procedimento arbitrale e il fatto che essa non arriva un'arbitrale decisione collegio, che giuridicamente è diritto la vicenda, non limitan-

IL COLLEGIO E I SUOI COMPONENTI

LA COMPOSIZIONE

Il collegio è costituito da cinque membri. Ne fanno parte, oltre al Presidente, quattro membri effettivi, di cui due di designazione Consob, una espressione del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti (Cncu) e uno indicato dalle principali associazioni di categoria degli intermediari finanziari. La Commissione ha nominato anche dieci membri supplenti, di cui sei su designazione Consob, due riconducibili al Cncu e due agli intermediari.

I COMPONENTI

Il nuovo Arbitro sarà presieduto dal Gianpaolo Eduardo Barbuzzi, dirigente Consob. Sono stati nominati i membri effettivi: Daniela Morganti e Mariela Rispoli Farina (su designazione Consob); Giorgio Afferni (su designazione Cncu); Giuseppe Guzzi (su designazione degli intermediari). Sono stati nominati membri supplenti: su designazione

l'Abf, l'intermediario chiamato in causa non è tenuto ad adeguarsi alla decisione dell'Arbitro, ma è pur vero che nel caso dell'Arbitro bancario finanziario, ha funzionato bene la "minaccia" della sanzione reputazionale. Se l'intermediario non si adegua infatti questo suo comportamento verrà pubblicizzato sul sito dell'Acf ma anche detto stesso intermediario. Nel campo degli investimenti però, rispetto reputazionale è ancora più sensibile che in quello bancario. E inoltre anche nella fase di vigilanza Consob si terrà conto dei casi sottoposti all'Acf, ma anche delle risposte degli intermediari.

ELEMENTI A FAVORE

Inoltre per l'Acf (come già per l'Abf) il passaggio per la procedura arbitrale costituisce una condizione per potersi rivolgere, successivamente al giudice civile per ottenere riconoscimento le proprie ragioni da parte del risparmiatore. Questo porterà sicuramente un numero notevole di risparmiatori a rivolgersi al nuovo organismo. Anche perché, come si è detto, il ricorso sarà completamente

DIETRO I NUMERI

Fabrizio Galimberti

Usa oggi hanno più ricchezza

È ormai scontato, a parte improbabili sorprese, che il mese prossimo la Fed aggusterà un altro quarto di punto al tasso guida sui Federal Funds, che passerà dalla forchetta 0,25-0,50% a 0,50-0,75 per cento. Dietro questo secondo aumento, che si è fatto molto attendere (è passato un anno dal primo) c'è un netto miglioramento dell'economia. La ripresa non è veloce ma è solida e questa salute si ritrova sia nei consumi delle famiglie, sia nella cruciale comparto degli investimenti immobiliari. Dietro le decisioni di consumo come dietro le decisioni di acquisto di case ci sono variabili economiche che non appartengono solo ai flussi (redditi) ma anche ai flussi (attività e passività).

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

INVESTIMENTI E GIURISPRUDENZA

Investimenti, la nullità scatta senza forma scritta e firma

La Corte d'Appello di Bologna dà ragione al detentore di bond argentini: il contratto non aveva forma scritta

Federica Pezzatti

Un'innovativa sentenza torna sul tema della nullità originata dalla mancanza di firma del contratto generale d'investimento da parte di un rappresentante d'istituto. L'ha scritta la Corte d'Appello di Bologna (numero 89/17 pubblicata il 13 gennaio) e riguarda l'acquisto di obbligazioni argentine. In primo grado, tra l'altro, era stata dedotta la nullità dell'ordine di acquisto per difetto di forma e il Tribunale aveva respinto la domanda del risparmiatore perché secondo la giurisprudenza della Cassazione l'ordine non è un contratto e non è soggetto a regole formali.

In appello è stato posto quale primo motivo invece il fatto che il contratto

nullità come queste (relative, ossia deducibili solo da una parte: dal risparmiatore), sono rilevabili d'ufficio quando gli effetti si producano a favore del soggetto tutelato», fa notare l'avvocato Giovanni Franchi che ha difeso la risparmiatrice contro il Banco Popolare. «Tale sentenza è importantissima perché per lungo tempo la Corte ha respinto domande come queste ritenendole nuove e non rilevabili ex officio e quindi non accettabili se non sollevate in primo grado entro i termini della prima memoria di cui all'articolo 183, comma 6, del Tribunale di Parma, il quale aveva condannato la risparmiatrice a rimborsare le spese di lite da restituire, è stato così nuovamente riformato», sostiene l'avvocato Franchi. Secondo il quale questo è un orientamento fondamentale, che potrà essere utilizzato per gli acquisti di titoli Carife, Banca Etruria e Banca Popolare di Vicenza.

Ma c'è anche chi nutre forti perplessità. «La sentenza in commento segna un drastico cambio di rotta rispetto all'orientamento sempre prevalso finora nella giurisprudenza anche di legittimità», spiega l'avvocato Emanuele Grippo, dello studio Gianni, Origoni,

l'atteggiamento della Corte bolognese sembra eccessivamente formalistico e soprattutto non tiene conto della ratio seguita dal legislatore nel prevedere la nullità prevista dall'art. 23 l'uf. «Trattasi infatti di nullità cosiddetta "di protezione" che può essere fatta valere solo dal cliente: protezione finalizzata in particolare a garantire la conoscibilità, da parte del cliente, in primis del tipo di attività che verrà prestata in suo favore e anche delle condizioni contrattuali applicabili per la prestazione dei servizi di investimento».

Ora, secondo Grippo, nel caso in cui il contratto - quando venga sottoscritto solo dal cliente appare chiaro che la finalità di protezione in favore dell'investitore sia stata pienamente rispettata, al punto che non riesce a comprendere quale sia a questo punto l'effetto in rebus meritevole di tutela: l'investito-

re in questo caso è privo di interesse ad agire, posto che le sue esigenze di tutela sono state pienamente rispettate. La sottoscrizione anche della Banca in questo caso è completamente inutile.

Non a caso, peraltro, la norma parla di "redatto" per iscritto e non "stipulato", laddove la redazione indica la stesura del testo contrattuale mentre la stipulazione ha un significato più specifico di assunzione del vincolo negoziale.

«Questo nuovo orientamento sbilanciato verso un'eccessiva e ingiustificata tutela dell'investitore rischia quindi di non difendere un'effettiva esigenza meritevole di tutela, favorendo invece azioni meramente opportuniste che introdotte soltanto in caso di perdite dovute alla normale aleatorietà dei mercati. Con ciò andando contro anche ai generali principi di buona fede nella conclusione dei contratti e nella loro esecuzione. Principi che verrebbero violati ancora di più se si seguisse quell'ulteriore orientamento secondo cui il cliente avrebbe addirittura la facoltà di scegliere gli effetti di tale nullità: ossia di scegliere quali operazioni porre nel nulla e quali no, in aperta violazione capinvento dei niù basilari principi di buona

DIETRO I NUMERI

Fabrizio Galimberti

L'importanza di salvare le banche

Uno dei mantra più diffusi negli entroterra del populismo incanala l'ira di quanti lamentano che le banche vengano salvate con i soldi pubblici.

Queste lamentele (talvolta invettive) sono giustificate? In generale, no e questo per due ragioni. La prima sta nel fatto che si salvano le banche per salvare l'economia. Le banche hanno un ruolo talmente essenziale nel lubrificare il funzionamento di un sistema economico complesso che il fallimento di una rischia un effetto domino che genera crisi finanziarie difficili da controllare. La Grande recessione del 2008-2009 ha mostrato come una crisi della finanza possa trascinare nell'economia reale, portando disoccupazione, fallimenti e ferite difficili da rimarginare

LA SENTENZA DELLA CORTE D'APPELLO



In breve

DIRITTO PENALE
L'evasore è anche persona pericolosa



Chi esporta milioni di euro, provento di evasione fiscale, è una persona socialmente pericolosa. In questi termini conclude la Cassazione dopo che invece, nel corso del giudizio di merito, la condotta era stata sottolineata semmai come riprovevole e non pericolosa. In sede di legittimità tuttavia si fa notare come l'evasore fiscale, oltre una certa soglia, è punito dall'ordinamento in quanto tale e non solo se reimpiega il profitto illecito in altre attività.

Corte di cassazione, Sesta sezione penale, sentenza 25 giugno 2015 n. 26482

Tribunale di Prato. Sentenza pilota: sì al ristoro dell'acquisto in obbligazioni del 2010 Risarcito chi ha investito nei bond della Grecia

La banca doveva informare del declassamento del debito

Giovanni Negri
MILANO

Può essere risarcito il risparmiatore che ha investito in bond greci. A condizione che la banca non lo abbia adeguatamente informato della pericolosità dell'investimento che era a forte rischio sin dal 2010. Il tribunale di Prato, in una delle primissime pronunce sul punto, ha infatti stabilito la corresponsione di 27.500 euro agli eredi di un correntista che, nel 2010, era stato indotto a investire 30mila euro in obbligazioni emesse dalla Grecia con

scadenza al 18 maggio 2012. A quella data peraltro le obbligazioni avevano quasi del tutto perso il valore iniziale. Di qui l'avvio di una causa, patrocinata dall'avvocato Paolo Grandinetti, per ottenere la nullità del contratto di intermediazione e la restituzione dell'investimento.

La sentenza n. 700 del 2015 riassume tutta la disciplina che, a vari livelli, fonda la trasparenza delle informazioni che gli intermediari devono dare ai risparmiatori. Il tribunale, tra l'altro, sottolinea come «a soddisfare lo specifico obbligo di informativa non sia sufficiente che l'intermediario illustri al cliente, in termini generici, il carattere speculativo di una certa tipologia di investimento, anche perché l'investimento in titoli obbligazionari, in assenza del verificarsi di talune variabili per lo più ignote all'ammassa degli investitori, costituisce un'operazione

finanziaria che dovrebbe essere in astratto piuttosto sicura». A un investitore non professionale devono perciò essere fornite informazioni più ampie e penetranti. Cosa che il tribunale ritiene non essersi verificata, né prima né dopo, eludendo in questo senso anche il vincolo di informazione sulle perdite generate dalle operazioni concordate. Nel dettaglio delle obbligazioni greche, la sentenza ricorda che non sono emersi elementi in base ai quali ritenere che la banca abbia informato il correntista del declassamento del debito greco «noto agli operatori del settore sin dal mese di aprile 2010 e fonte di un tale allarme dei mercati finanziari durante il Fondo monetario internazionale ad approvare un prestito di salvataggio per la Grecia da 10 miliardi di euro». Prestito che, prosegue la sentenza, nascondeva un parziale e già avvenuto de-

fault della Grecia, non più in grado di vendere i propri titoli agli investitori a condizioni di mercato. In seguito, era il 2011, ripercorre ancora la pronuncia, si procedette a una ristrutturazione del debito riducendolo al peso previsto da un 108% del Pil nel 2012 a solo 120,5% entro il 2020.

In ogni caso, una dichiarazione dell'investitore sulla corresponsione dell'operazione ai propri obiettivi di investimento non avrebbe esonerato la banca dall'obbligo di avvisare del progressivo declassamento del titolo. La sentenza avverte così che la banca non è «mero e passivo esecutore degli ordini di acquisto o di vendita del cliente, ma ha il preciso obbligo di informarlo delle caratteristiche specifiche dell'operazione di volta in volta richiesta in esecuzione del "contratto quadro"».

INTERVENTO Ecoreati, c per il nuov

di Carlo Melzi d'Eril
e Alberta Leonarda Vergine

A qualche settimana dall'entrata in vigore della legge n. 68 del 2015, dopo avere trattato dei due principali delitti introdotti nel Codice penale, il disastro e l'inquinamento, segnaliamo un ulteriore e problematico aspetto del nuovo sistema sanzionatorio ambientale.

Si tratta del ravvedimento operoso di cui all'articolo 452-novies Cp, in base al quale è prevista la riduzione della metà ai due terzi della pena prevista per quasi tutti delitti in materia, a favore di chi si adopera per evitare che l'attività delittuosa venga portata a conseguenze ulteriori o, ovvero, prima dell'apertura del dibattimento, provvede concretamente alla messa in sicurezza, alla bonifica e, ove possibile, al ripristino dello stato dei luoghi. Un minore diminuzione, da un terzo alla metà, è prevista per chi aiuta concretamente l'autorità di polizia, giudiziaria, nella ricostruzione del fatto, nell'individuazione

Cassazione/1. Rileva la differenza fra il prezzo d'acquisto e quello alla presa d'atto del pericolo

Bond a rischio, così i risarcimenti

Non basta un precedente per «cancellare» la prudenza di chi investe



**Cristian Immovilli
Guglielmo Saporito**

Maggiori soddisfazioni per i risparmiatori cui la banca non ha fornito tutte le informazioni sui rischi dell'investimento: lo sottolinea la Cassazione con la sentenza 151 del 24 gennaio 2014, risarcendo a un risparmiatore che aveva investito sui titoli Cirio 10mila euro (somma ottenuta tenendo conto dell'investimento iniziale, di una cedola riscossa e del valore residuo delle obbligazioni). La banca non aveva illustrato a un «investitore di normale accortezza» tutti i rischi dell'investimento: in particolare non aveva informato che il titolo era stato emesso da una società straniera priva di adeguate garanzie patrimoniali, e che la vendita era avvenuta senza l'indicazione del rating. Lo stesso intermediario finanziario non era a conoscenza dell'eventuale

offering circular, cioè della documentazione allegata all'emissione del bond. Nel ragionamento della Cassazione ha avuto rilievo la propensione del risparmiatore ad acquistare "titoli tranquilli", cioè a basso rischio di insolvibilità. Sono a tal fine risultati utili i riferimenti a titoli acquistati in precedenza ed a quelli posseduti, desumendo la propensione al rischio del risparmiatore.

Non basta, infatti, un precedente acquisto di titoli ad alto rischio a rendere il cliente un "operatore qualificato" (Cassazione 17340/2008 e 22147/2010) se, come nel caso specifico, il portafoglio titoli (passato e presente) del cliente mostrava un atteggiamento prudente, cioè un risparmiatore orientato all'acquisto di obbligazioni di società con alto rating o con capitale garantito, ovvero titoli del debito pubblico (btp, cct, bot).

Un secondo punto della pronuncia 151/2014 riguarda l'entità del danno risarcibile, con principi utili anche in altri contenziosi. Il risarcimento da versare al risparmiatore, secondo i giudici, è pari alla differenza tra il valore

dei titoli al momento dell'acquisto e quello al momento della domanda giudiziale o (se anteriore) al valore al momento in cui il cliente ha avuto consapevolezza della caduta del titolo.

Non si tiene presente il danno che il cliente subisce per aver versato un prezzo eccessivo per l'acquisto dei titoli: infatti nulla consente di affermare che, al momento dell'investimento, quei titoli avessero un valore di mercato inferiore a quello di cui il cliente si è privato per acquisirne la proprietà. Il danno consiste invece nel fatto che i titoli incorporano in sé un rischio (quello di futura perdita del capitale investito) che il cliente ben informato non si sarebbe presumibilmente addossato, o almeno non in quella misura. Come prima operazione, occorre quindi fare riferimento alla perdita di valore del titolo, per quantificare il danno subito dall'investitore che si sia trovato esposto al rischio di quella perdita per un fatto imputabile all'intermediario. Secondo momento importante è quello in cui il cliente avrebbe potuto avere consapevolezza della caduta del titolo: in proposito si richiama il

Il Sole
24 ORE
.com



QUOTIDIANO DEL DIRITTO

Tutte le notizie per avvocati, notai e giuristi d'impresa

Il «quotidiano del Diritto», consultabile dal lunedì al venerdì tramite tablet e pc, è uno strumento indispensabile per avvocati, notai, giuristi d'impresa e magistrati per avere ogni giorno il quadro aggiornato di tutte le principali novità giuridiche e gli approfondimenti sulle tematiche di maggior interesse.

www.quotidianodiritto.it/sole24ore.com

precedente espresso dalla sentenza 29864/2011 della Cassazione, secondo la quale le conseguenze dell'indebitocollo del rischio al cliente inconsapevole cessano o quanto meno non sono più direttamente riconducibili alla violazione da parte dell'intermediario degli obblighi d'informazione - a partire dal momento in cui l'investitore, adoperando l'ordinaria diligenza cui ciascuno è tenuto nella gestione del proprio patrimonio, sia stato in grado di percepire l'esistenza di tali rischi.

Quel che accade a partire da quel momento di tale "presa di coscienza" in poi, è presumibile frutto di una scelta autonoma, e non più inconsapevole, del cliente: la scelta cioè di conservare la titolarità dei titoli acquistati inizialmente senza adeguate informazioni. Il rischio inerente alla scelta se mantenere o meno l'investimento anche dopo aver avuto conoscenza del rischio, riguarda un momento che è fuori del rapporto contrattuale con l'intermediario che aveva prestato il servizio di negoziazione ed è perciò un rischio che resta a carico dell'investitore.

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

ANALISI

REGOLE E BANCHE

Se tutto viene rinviato al 2018

di Antonio Criscione

L'Eba interviene: «Basta giochetti allo sportello»

La trasparenza può attendere. Dopo la presa di posizione del Parlamento europeo che ha chiesto alla Commissione di rivalutare gli standard tecnici applicativi per i Prips, alcuni stati hanno chiesto uno slittamento al 2018 della normativa sui Kid. Anche l'Italia ha preso una posizione in questo senso. Dopo una ovvia presa di posizione a favore del Kid (Key Information Document) come strumento che mira a fornire agli investitori retail di informazioni chiare, accurate e comparabili, chiede alla Commissione di considerare un rinvio. Certo per

L'European banking authority si allinea alla Mifid 2 e restringe le regole per la vendita di prodotti bancari

Stefano Elli

■ Basta "mal di budget". Stop ai diktat delle direzioni commerciali delle banche che, spesso, con le loro strategie di spinta di prodotti (finanziari e non), costruiscono i bud- get aziendali con vendite a tappeto. Una prassi diffusa contro cui Plus24 conduce oramai da dieci anni una

di vendita hanno raggiunto i 210 miliardi di dollari: il 2,8% dell'orci- cavi. L'Eba ha rilevato anche come le principali Authority bancarie dei Paesi europei hanno più volte mes- so in guardia il sistema sui rischi potenziali di queste pratiche assai diffuse tra gli istituti finanziari e hanno identificato sia l'incremento numerico sia l'aumento della gravi- tà degli «incidenti» dovuti a forme di «cattiva vendita» di questi stru- menti, specificando come la loro causa vada rintracciata proprio nel- le *politics* e nelle pratiche di remun- erazione al personale.

Interessante notare la tempisti- ca di adeguamento alle linee guida dettate dall'Eba. La scadenza in ori- gine era prevista per il 3 di gennaio



Andrea Enria, Chairman di Eba

GLI STRUMENTI CHE L'EBA VUOLE REGOLAMENTARE

lazione con il pubblico. Il memo- randum appare come una sorta di bilanciamento tecnico dei principi «calvinisti» che sorreggono l'im- pianto del bail-in. Al primo punto del memorandum figurano proprio le pratiche di remunerazione mo- netarie e non monetarie che debbo- no essere modulate in modo da non favorire gli interessi del personale (e neppure quello della banca) a de- trimento di quelli dei consumatori. Un principio che appare chiarissi- mo nel testo del memorandum: laddove una politica di vendita o re- numerazione entri in collisione con gli interessi dei consumatori, a pre- valere sarà quest'ultimo.

Proprio per questa ragione nel disegnare queste politiche e prati-

L'ANALISI

Andrea
Gennai

Anche i bond perdono l'appeal di porti sicuri

Se serviva l'ennesima conferma, questa è arrivata lunedì scorso nel corso del sell-off sui mercati azionari: i bond governativi decennali non sono più un bene rifugio nelle fasi di panico sui mercati. Nel lunedì nero delle Borse infatti i rendimenti di Btp e Bund a 10 anni sono addirittura leggermente saliti (crescendo ulteriormente ieri in concomitanza con il rimbalzo dei listini). Il mercato lunedì si è concentrato sul Treasury Usa spendendo lo yield per poco sotto al 2%, ma non c'è stata nessuna corsa all'accaparramento. Oltretutto per un investitore europeo, con la pesante caduta del dollaro in concomitanza, la scelta del Treasury non sarebbe stata particolarmente azzeccata.

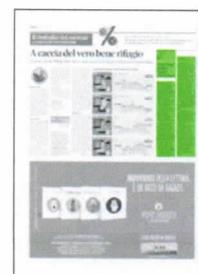
Sono questi gli effetti tangibili della repressione finanziaria messa in atto negli ultimi anni dalle banche centrali internazionali. Comprime i rendimenti delle obbligazioni ai minimi, grazie alla massiccia liquidità immessa, per veicolare gli investimenti verso gli asset più rischiosi, azionario in primis. In questo contesto può diventare rischioso puntare nel medio e lungo termine su titoli decennali che rendono meno del 2% e addirittura nel caso del Bund, con un ritorno dello 0,7%.

Si tratta di rendimenti storicamente bassi scaturiti anche dagli effetti del Quantitative Easing avviato a marzo dalla Bce e in programma fino al settembre 2016. Non bisogna dimenticare che lo stesso Bund ad aprile era sceso a meno dello 0,1% e da allora è

stato interessato da pesanti vendite. Nel medio lungo termine l'obiettivo della Bce è quello di portare l'inflazione verso il target del 2% e se così fosse, detenere un titolo decennale porterebbe rendimenti reali pari a zero o addirittura negativi. La situazione diventa ancora più incerta se un investitore intendesse acquistare i bond senza portarli a scadenza: un minimo rialzo dei rendimenti infatti provocherebbe significative perdite in conto capitale. Da questo punto di vista la situazione appare ancora più a rischio per il Treasury Usa, alla vigilia di un possibile ciclo rialzista dei tassi negli States anche se le ultime turbolenze hanno gettato qualche ombra sui tempi.

Un aumento del rendimento di 50 punti base (ipotesi molto realistica sia in Europa che negli Usa) sui bond decennali provoca, in caso di vendita anticipata, una perdita in conto capitale del 4,5%. Un'enormità viste le attuali cedole particolarmente basse. La perdita si riduce allo 0,9% per i titoli con scadenza biennale. Va da sé che l'attrattiva per i titoli a breve e brevissima scadenza aumenta. Rendono quasi zero, ma espongono solo marginalmente al rischio di tensione sui rendimenti e di conseguenza sui prezzi. Di questi tempi comunque il vero porto sicuro appare la liquidità. Con l'inflazione vicina allo zero, è l'occasione migliore per stare alla finestra e valutare le opportunità che possono di volta in volta aprirsi sui mercati.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

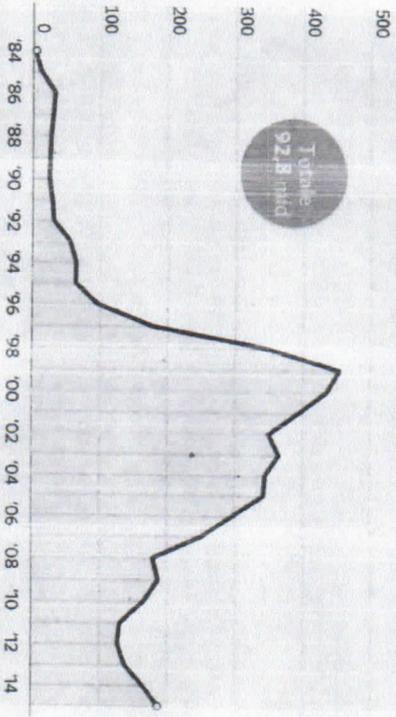
I «RITORNI» NEL LUNGO PERIODO

Fondi e Sicav, in 32 anni più oneri che rendimento

La fotografia dei fondi di diritto italiano

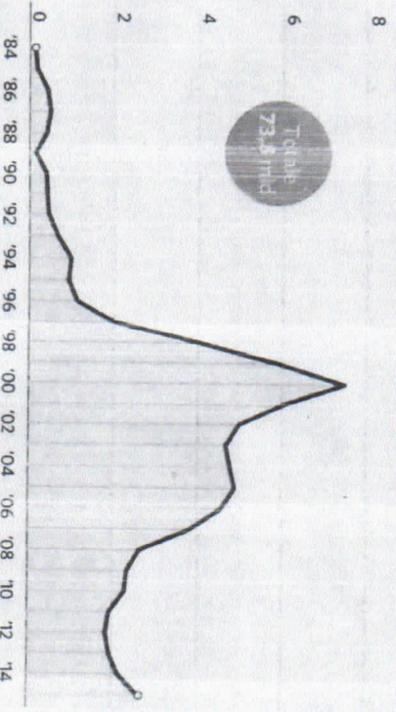
IL PATRIMONIO NETTO

Aumento del patrimonio al netto della raccolta per fondi comuni e Sicav (mld di €)



GLI ONERI DI GESTIONE

Tutte le commissioni pagate dai sottoscrittori di fondi comuni e Sicav (mld di €)



Elaborazione

dei dati Mediobanca dal 1984 al 2015
Gravose le Commissioni

preensione. Così, partendo da due dati complessivi (92,8 miliardi di valore dei patrimoni generati in 32 anni e 73,8 miliardi di commissioni su fondi comuni aperti e Sicav, si vedano i due grafici sopra) abbiamo cercato di misurare con l'occhio dell'investito-

causa del prelievo anticipato delle commissioni previsto nei fondi il risultato a sfavore del risparmiatore è più pesante. Infatti, i costi pagati al sistema del risparmio gestito sono del 79,5% del guadagno ottenuto (73,8 miliardi su 92,8 miliardi)».

CONSIDERAZIONI

Quali considerazioni si possono trarre da questa semplificazione dei dati di Mediobanca? «Con la parziale eccezione dei fondi pensione (si veda pezzo sotto, ndr) risponde Gallazzo - il panorama è desolante: sembrereb-

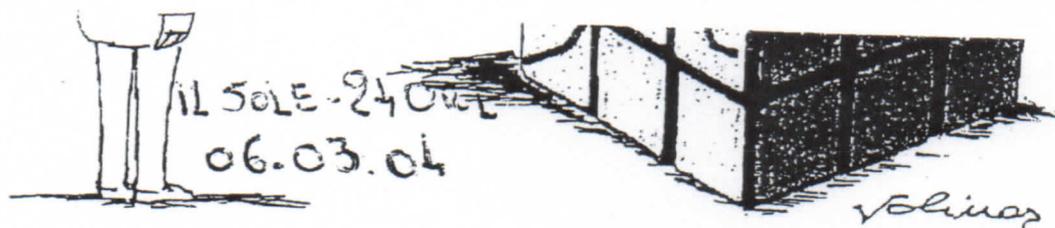
SOLDI IN TESTA

Marco lo Conte

L'home bias e le insidie

Per i portafogli

Perché gli italiani detengono circa 70 miliardi di euro in titoli quotati a Piazza Affari e solo una ventina di miliardi in azioni estere? Il dato della Banca d'Italia, nella sua indagine sui bilanci delle famiglie italiane, inquadra perfettamente il cosiddetto home bias: la tendenza a preferire nelle proprie scelte di investimento i titoli domestici, nella supposta convenienza, trasparenza, efficienza, rispetto agli strumenti esteri. Evidentemente è una distorsione, molto più comune di quanto sembra ed estesa a una pluralità di contesti economici: avete presente i cartelli dei supermercati in cui si pubblicizza la "carne italiana"? Quali informazioni



I fondi deludenti? Vanno abbandonati

■ Sono uno dei tanti risparmiatori sprovveduti che nel febbraio 2000 è andato in banca a investire una somma (25.822 €) a cuor leggero fidandomi dell'assoluta incompetenza del direttore dell'agenzia, sottoscrivendo per mia "fortuna" un fondo bilanciato, dopo aver chiaramente espresso l'orizzonte temporale di investimento, stimato all'epoca in due-tre anni. Ben si è guardato il direttore dal consigliarmi di acquistare un ottimo prodotto obbligazionario o monetario, rifilandomi il classico prodotto di casa. Fatto il danno, ho cominciato ad acquisire con molta fatica e tempo una cultura finanziaria accettabile, che mi ha portato a "licenziare" i gestori deludenti.

È quello che dovrebbero fare quelli che scrivono all'ufficio reclami. Perché invece di lamentarsi non cambiano gestore? Passato per American Express e Sanpaolo-Imi, da circa otto mesi i miei risparmi sono gestiti da Anima, e la differenza si fa nettamente sentire a mio favore. Non dormo certo sugli allori, perché sono sempre attento alla qualità del servizio ricevuto, e costantemente guardo con interesse altre Sgr indipendenti, monitorando le performance dei loro prodotti. Curare i propri risparmi è, "purtroppo", diventato un lavoro, ma sono convinto che si tratta di un lavoro assai remunerativo.

Bruno (Roma)

Magari ci fossero milioni di risparmiatori come Bruno! Nei portafogli degli italiani ci sarebbero centinaia di miliardi di € in meno di investimenti perdenti, con tante banche e reti di promotori finanziari che dovrebbero radicalmente modificare il loro modello di business, fino a oggi basato sull'inconsapevolezza dei clienti. Certamente, curare i risparmi costa fatica, è diventato un "lavoro", come scrive Bruno. Bisogna studiare i principi della finanza, tenersi aggiornati sull'andamento degli investimenti, monitorare il comportamento dei propri prodotti rispetto alle alternative. E non bisogna mai, come dice Bruno, «dormire sugli allori»: anche quando si trova un gestore di classe, bisogna continuamente controllarlo. Se però si utilizzano sola-

«Perché i risparmiatori invece di lamentarsi non spostano altrove i soldi? Con la banca serve molta lucidità»

mente fondi comuni, Etf e titoli di Stato, il tempo da dedicare alla cura dei risparmi è di gran lunga inferiore rispetto a quello richiesto dall'investimento diretto in singole azioni. Chi non ha tempo o voglia di studiare la finanza e seguire i suoi investimenti, e quindi vuole restare nella sua inconsapevolezza, o si rassegna a subire le proposte in conflitto di interessi degli

intermediari tradizionali (e quindi perde tendenzialmente soldi rispetto alle alternative più efficienti, o, peggio, si ritrova con prodotti inadatti alle sue caratteristiche), o si rivolge a consulenti finanziari indipendenti pagati a parcella.

In fin dei conti, va detto, a Bruno poteva andare molto peggio: il suo direttore di banca poteva proporgli degli investimenti "ingessati" fino a scadenza, come le polizze e le obbligazioni bancarie tanto vendute in questi ultimi mesi. Gli ha invece proposto dei prodotti, i fondi, che possono essere — e sono, nella maggior parte dei casi — inefficienti, ma che comunque possono essere liquidati in qualsiasi momento a prezzi trasparenti, e permettono così di optare, almeno per il futuro, per soluzioni migliori.

I FONDI:

CONOSCKERLI DI PIÙ PER INVESTIRE MEGLIO

COSA SONO

I fondi comuni aperti, quelli che normalmente conosciamo, sono strumenti di investimento, istituiti dalla società di gestione del risparmio (sgr), che riuniscono le somme di più risparmiatori e le investono, come un unico patrimonio, in attività finanziarie quotate, cioè in azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc., seguendo alcune **regole** finalizzate a ridurre i rischi degli investimenti. Sono suddivisi in tante parti unitarie, dette quote, che vengono sottoscritte dai risparmiatori e garantiscono uguali diritti.

I vantaggi:

- gestione del patrimonio da parte di professionisti;
- minor rischio grazie alla diversificazione degli investimenti;
- articolata serie di controlli, sia pubblici (Consob e Banca d'Italia) che privati (controlli interni, società di revisione, banca depositaria);
- disponibilità di informazioni per scegliere e seguire l'investimento.



Un team di professionisti impegnati nella gestione del risparmio

Fra i vantaggi, però, **non c'è la garanzia** di un rendimento o dell'integrità del capitale: il valore delle attività che compongono i fondi, infatti, può variare in connessione all'andamento dei relativi mercati.

Sul mercato italiano esiste una gran varietà di fondi. Si possono raggruppare nelle seguenti **principali categorie**:

- **azionari**, che possono ulteriormente caratterizzarsi in base all'ambito geografico (italiani, americani, globali, ecc.) e/o al settore in cui operano (finanziario, farmaceutico, ecc.);

-
- **obbligazionari**, che a loro volta si distinguono in base alla valuta dei titoli in portafoglio, al tipo di emittente (titoli di stato o obbligazioni di società) e alla loro durata media finanziaria (semplificando, il tempo mancante alla scadenza);
 - **bilanciati**, che suddividono gli investimenti in azioni e obbligazioni;
 - **liquidità**, che sono obbligazionari che però investono in titoli a brevissimo termine (massimo 6 mesi);
 - **flessibili**, la cui politica di investimento può continuamente variare, a discrezione del gestore, nel tentativo di cogliere le opportunità che i mercati finanziari via via offrono.

Ogni categoria ha un proprio **livello di rischio**, decrescente dagli azionari ai fondi di liquidità. Per i fondi flessibili, invece, non è possibile individuare a priori un livello di rischio, in quanto la loro politica di investimento non è predefinita: ciò li rende adatti per clienti con un portafoglio già diversificato.

CONOSCERSI PER INVESTIRE

Investire bene non significa tanto scegliere il "miglior" fondo ma, piuttosto, quello che più si adatta alle esigenze di chi investe.

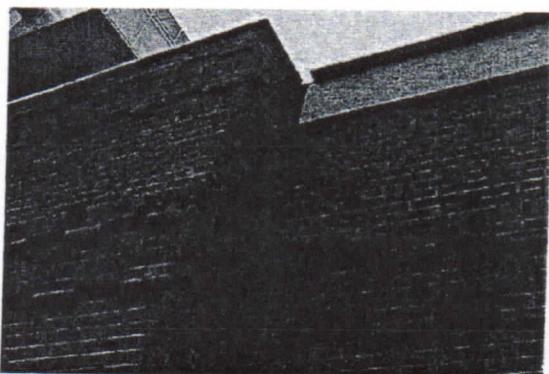
Conoscere le proprie esigenze vuol dire individuare il proprio profilo di investimento, e quindi **l'orizzonte temporale** (cioè il periodo di tempo per il quale si rinuncia alle proprie disponibilità finanziarie allo scopo di investirle), **la propensione al rischio** (cioè la disponibilità del singolo a sopportare eventuali perdite) e le **aspettative di rendimento** (quanto realisticamente si vuole ottenere dall'investimento) che caratterizzano il modo di investire di ciascuno.

A questo fine possiamo anche utilizzare la competenza dei soggetti che distribuiscono i prodotti. **Un valido rapporto di collaborazione con loro, caratterizzato da un proficuo scambio di informazioni, può risultare molto utile.**



Collocatore e risparmiatore: insieme per migliorare la qualità dell'investimento

E ORA SI SCEGLIE



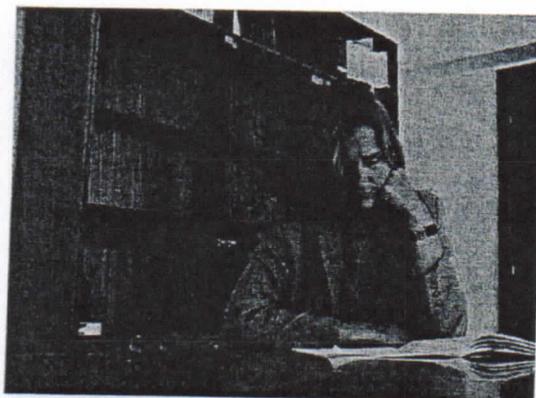
E' il concatenarsi di più "mattoni" che dà solidità all'investimento

Individuato il profilo si passa alla scelta del fondo. O meglio, dei fondi: è improbabile, infatti, che un solo fondo possa soddisfare le complessive esigenze finanziarie di un investitore (può succedere solo con i fondi "bilanciati"). Spesso è **l'insieme di più fondi** (o anche di altri prodotti finanziari), con differenti caratteristiche, che meglio può rispondere a questo scopo.

Del resto, anche gli edifici non sono forse composti da tanti mattoni?

Che sia uno solo oppure, meglio, tanti, per scegliere i fondi bisogna conoscerli e confrontarli.

Per questo, oltre al colloquio con chi distribuisce i prodotti, occorre leggere il **prospetto informativo**, che deve essere obbligatoriamente consegnato, ed i **documenti contabili**, dove sono contenute tutte le informazioni che fanno di un risparmiatore un **risparmiatore informato**, capace di comprendere nel dettaglio le differenze funzionali e qualitative dei prodotti e la loro capacità di soddisfare le proprie esigenze di investimento.



Il prospetto informativo: leggerlo prima, non dopo.

E' importante, nella scelta dei fondi, non sopravvalutare le performance. Primo, perchè i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Secondo, perchè accanto ai rendimenti occorre valutare anche il rischio sopportato dal fondo: il miglior fondo non è quello che ha reso di più, ma quello che, in un certo orizzonte temporale, ha conseguito il rendimento più elevato a parità di rischio o il rischio minore a parità di rendimento.

E' anche importante valutare i **costi** che incidono direttamente sul sottoscrittore al momento della sottoscrizione, ovvero che sono a carico del fondo e, quindi, indirettamente a carico del partecipante. E' importante prestare attenzione ai costi, sia perchè incidono sul rendimento complessivo del fondo, sia perchè, a volte, i singoli fondi offrono più formule (commissioni di sottoscrizione, di uscita, no load, agevolazioni finanziarie) fra le quali scegliere quella che meglio si adegua alle proprie esigenze.

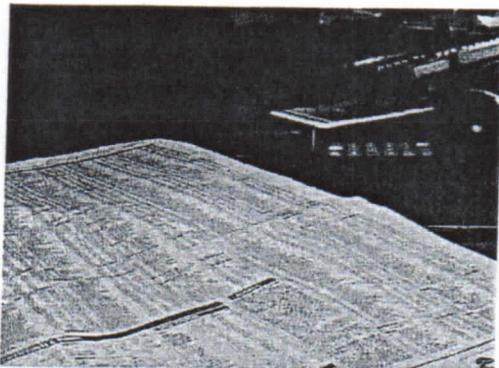
Una volta scelti i fondi, si tratta di acquistarli. Ancora una volta dentro il prospetto informativo si trovano tutte le indicazioni per la sottoscrizione (o il rimborso). E' bene seguirle (e accertarsi che anche il soggetto collocatore le segua) affinché l'operazione avvenga correttamente.

"CONTROLLO QUALITÀ"

E UNA VOLTA INVESTITO?

"SOSTITUZIONI SCIENTIFICHE"

Con la sottoscrizione non si conclude l'impegno del risparmiatore: l'investimento, infatti, **deve essere seguito**. In questo, il partecipante ad un fondo è molto avvantaggiato dalla mole di informazioni che può ottenere, che gli consentono di monitorare l'investimento ed, eventualmente, di maturare altre scelte.



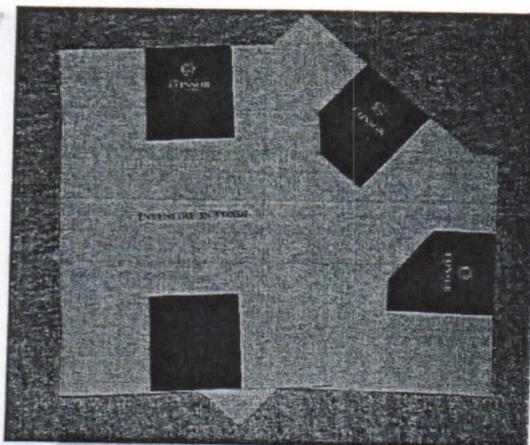
Un flusso continuo di informazioni: un altro vantaggio dei fondi comuni

Oltre al **valore della quota**, pubblicato sui principali quotidiani o anche su internet, che ci dà giorno per giorno l'ammontare e l'andamento del nostro investimento, possiamo usufruire di un flusso informativo - che riguarda sia l'andamento che le eventuali modifiche di maggior rilievo apportate alle caratteristiche del fondo - e di una serie di documenti, in particolare i documenti contabili, che ci consentono di conoscere tutte le informazioni rilevanti sull'investimento.

Non dovrebbe capitare. Però a volte succede che qualcosa non va per il verso giusto e nasce una **controversia**.

Allora, la prima cosa da fare è cercare un chiarimento, anche informale, con la sgr o il soggetto collocatore. Se non è risolutivo, occorre inoltrare loro un **reclamo** formale, al quale devono rispondere di norma entro 90 giorni.

Con questa iniziativa, abbiamo voluto dare semplici e brevi indicazioni per chi vuole investire in fondi. Per chi volesse approfondire la materia, è anche disponibile una guida più completa, **Investire in fondi**, che sempre con un linguaggio semplice entra più nel dettaglio dei temi connessi all'investimento in quote di fondi comuni. Sono inoltre disponibili altre due brochure, **Guida alla lettura del prospetto informativo** e **Guida alla lettura della documentazione contabile**, che accompagnano il risparmiatore nella lettura e nella comprensione di questi documenti, importantissimi per investire correttamente. Tutte le brochure possono essere consultate sul sito www.consob.it oppure richieste alla Consob, via G.B. Martini, 3, 00198 - Roma.



L'investor education: uno strumento per chi investe

Diritto e dovere di scegliere

Sara Silano | 2005-02-11

La qualità in Italia è inferiore al resto d'Europa. Tuttavia non mancano i prodotti di valore. Per il risparmiatore, non è più tempo di accettare passivamente le proposte di investimento, ma di esercitare il potere di scelta.

I fondi perdono colpi e l'Europa si allontana. La raccolta langue e le performance deludono. Sono le critiche che da più parti vengono rivolte all'industria del risparmio in Italia. Il tutto mentre le società si riorganizzano, tagliano la gamma e pensano a riassetti proprietari. Ma davvero all'estero si fa meglio?

Partiamo dai dati. Morningstar attribuisce il rating a 3.775 fondi distribuiti in Italia su un totale di 5.206. Secondo i calcoli di gennaio, il 5,8% dell'offerta complessiva ha cinque stelle contro una media europea del 10%, e un altro 20,1% ne ha quattro, percentuale di poco inferiore a quella del Vecchio continente. Dunque, non c'è dubbio che esistano spazi di miglioramento, ma mettere tutti i fondi nello stesso calderone è un errore.

Troppo spesso l'unico parametro di riferimento che viene preso in considerazione nella scelta di un fondo è la performance, tralasciando il profilo di rischio, quindi la volatilità dei rendimenti nel tempo, e i costi, che, è bene ricordarlo, influiscono sul ritorno complessivo. Scarsa attenzione è prestata alla diversificazione del portafoglio e all'abilità del gestore a creare valore aggiunto (tecnicamente, questa abilità è misurata dall'indice Alpha). Tutte informazioni che sono reperibili via Internet, grazie anche all'elevato grado di trasparenza del prodotto-fondo rispetto ad altri strumenti di investimento.

Se si passa da una visione generalista e superficiale dell'industria dei fondi a una più analitica, che non si ferma alle performance, si scopre che l'offerta di qualità in Italia non manca. Morningstar, nella seconda edizione dell'annuario "Morningstar 500Fondi&Sicav" ha individuato 200 fondi italiani e 300 comparti di sicav estere, con un rapporto rischio/rendimento e costi competitivi, appartenenti a oltre cento case di investimento.

Se confrontiamo il rendimento medio annualizzato a tre anni dei 500 fondi selezionati e le medie di categoria di tutti i fondi venduti in Italia, emergono differenze di performance che vanno da 1,3 punti percentuali per gli Obbligazionari area euro a oltre 8 per quelli che investono in emissioni dei Paesi emergenti. Nell'azionario, il distacco è netto per le principali categorie, in particolare per gli Area euro (+4,6%) e Nord America (+4%).

Per un risparmiatore, negli ultimi anni, è diventato più difficile fare scelte di investimento, perché è bombardato da proposte provenienti da banche e promotori ed è circondato da prodotti sempre nuovi e complessi. Per questo, un atteggiamento passivo non paga. Il successo o il fallimento di un prodotto è sempre deciso dal mercato: premiare i fondi con i minori costi e il miglior rapporto rischio/rendimento, accordandogli la propria scelta, e punire quelli meno performanti è un modo molto efficace per produrre un'automatica "selezione della specie".

Sara Silano è Caporedattore di Morningstar in Italia. Per commenti e osservazioni potete scriverle all'indirizzo silano@morningstar.it
Attenzione: Morningstar e i suoi dipendenti non forniscono alcun tipo di consulenza, né su investimenti in generale né su specifici fondi.

RISPARMIO & INVESTIMENTI

IL PUNTO

L'INDAGINE EUROPEA

Dalla padella
Islanda alla
brace Vicenza

di Nicola Borzi

Cresce l'utilizzo degli Etf tra i grandi investitori

Quando era arrivata l'offerta di swap, valida dal 16 maggio fino al 10 giugno 2011, in molti avevano tirato un sospiro di sollievo: al posto della polizza in-text linked che conteneva bond di banche islandesi fallite nel 2008 potevano ricevere, per un uguale controvalore, un bond della Popolare di Vicenza. Certo, erano titoli zero coupon con scadenze che, rispetto all'investimento iniziale, slittavano dal 2011/2012 al 2018. Quanto poi al fatto che si trattasse di un bond subordinato, pochi nel 2011 avevano idea di cosa significasse

subordinazione, anche perché la

I minori costi (di riflesso) vanno anche a beneficio dei piccoli risparmiatori

Gianfranco Ursino

■ Gli Etf sono sempre più il toccasana per i portafogli degli investitori istituzionali. Cresce infatti l'utilizzo degli Etf tra i gestori di fondi comuni, compagnie di assicurazione e fondi pensione, che prevedono di incrementare ulteriormente l'impiego

prattutto nel segmento del corporate bond e delle obbligazioni dei Paesi emergenti. Per comprare e vendere un singolo titolo occorre pagare spread denaro lettera anche sei volte superiori allo spread medio dell'Etf, che offre anche la diversificazione del rischio. Su alcuni mercati il risparmio è enorme. La liquidità dell'Etf è quindi più elevata di quella del sottostante, soprattutto su mercati non efficienti come quello delle obbligazioni non governative. Inoltre con la volatilità dei mercati assai chiara a specifici eventi, come la Brexit e le elezioni presidenziali americane, la gestione della liquidità è un altro fattore trainante dell'utilizzo degli Etf obbligazionari.

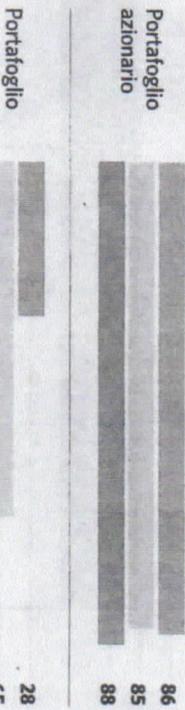
Lo studio di Greenwich Associates

I principali risultati emersi dal sondaggio condotto da Greenwich Associates a fine 2016 tra 132 asset manager, compagnie di assicurazioni e fondi pensioni europei

UTILIZZO DEGLI ETF PER ASSET ALLOCATION

Dati in percentuale

■ FONDI PENSIONE ■ FONDI COMUNI ■ ASSICURAZIONI



Osservatorio ItForum

Sondaggio I vizi comuni degli investitori europei

Il risparmiatore? «Ottimista e sognatore» Vuole il 9% l'anno (e senza rischiare)

La pensione preoccupa, ma solo il 31% ha piani sul futuro

Ottimista e un po' sognatore. Ma inconsapevole dei rischi cui si espone e privo di un piano finanziario per il futuro. È una fotografia poco rassicurante quella del risparmiatore italiano emersa nell'ambito della ricerca Individual Investors Survey, condotta da Natixis global asset management a livello globale su 7mila investitori di 17 Paesi, dei quali 500 sono in Italia.

Il ritratto di un investitore immaturo, come appaiono, del resto, anche i soggetti intervistati negli altri Paesi. Gli italiani affermano di aver bisogno di rendimenti medi del 9,1% l'anno, al netto dell'inflazione, per far fronte alle proprie necessità finanziarie. È l'8% in Germania e Svizzera, il 9,7% a livello globale. Cifre ben superiori alle performance medie registrate dai mercati negli ultimi 100 anni. Ma quasi tre quarti degli intervistati le considerano realistiche.

Non solo. «Queste aspettative di guadagno, storicamente elevate e poco verosimili, sono in netto contrasto con il comportamento degli investitori e la loro consolidata avversione al rischio», sottolinea Antonio Bottillo, Country head ed Executive managing director per l'Italia di Natixis gam. Solo il 52% degli italiani, infatti, afferma di essere disposto ad assumersi più rischio rispetto a un anno fa. «Qualcosa deve cambiare — avverte Bottillo —. I mercati hanno raggiunto nuovi massimi e gli investitori si sentono generalmente più fiduciosi sulle performance del portafoglio. Ma senza un piano che prenda in considerazio-

ne rischi individuali e benchmark personali, gli obiettivi dei risparmiatori potrebbero risultare irraggiungibili. Se vogliono ottenere rendimenti, devono accettare di assumersi qualche rischio».

La sicurezza previdenziale sembra essere, tuttavia, la principale preoccupazione dei risparmiatori a livello globale. Il 71% degli italiani intervistati dichiara che la pensione è il primo focus dei propri investimenti e il 64% ritiene che la responsabilità di reperire risorse per il dopo-pensione stia ricadendo sempre più sugli individui, allontanandosi da governi e datori di lavoro.

Ci sono 45 investitori su 100 consapevoli che l'importo della pensione pubblica sarà insufficiente a garantire il proprio benessere finanziario. Una percentuale analoga cita i costi per cure di lungo periodo e le spese sanitarie non coperti da assicurazioni, seguiti dall'inflazione, come possibili fattori di rischio nel lungo termine. Al tempo stesso, però — dice la ricerca — il 65% degli italiani non ha obiettivi finanziari precisi e solo il 31% (33% a livello globale) ha già costruito un piano finanziario per realizzarli. «Oggi, più che in passato — conclude Bottillo — gli investitori hanno bisogno di una guida per identificare chiaramente le proprie necessità di lungo periodo, per comprendere meglio il rapporto tra rischi e rendimenti, in modo da stabilire degli obiettivi realistici e un percorso per il futuro».

P. GA.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La aspettative

Rendimenti medi annui attesi

ITALIA	9,1%
Germania	8,0%
Svizzera	8,0%

Sono disposto ad assumermi più rischio finanziario rispetto a un anno fa



Ottenere un servizio di consulenza finanziaria professionale ed evoluta



Fonte: Natixis Global Asset Management

centimetri



Speciale classifiche

BILANCI LE CLASSIFICHE DEL 2014

I top e i flop alla vigilia

L'anno scorso, il mondo del credito ha fatto registrare qualche segnale positivo. Ma l'attesa della vigilanza unica e dell'Aqr ha creato tensioni sulla liquidità. Ecco chi ha vinto e chi ha perso

■ ALBERTO MAZZA

A fine 2014, il tasso medio sul totale della raccolta bancaria da clientela si è fermato all'1,49%. Il dato era al 2,89% a fine 2007. A ricordarlo, l'Abi, nel suo rapporto diffuso lo scorso gennaio, che elencava i dati di fine 2014. Solo leggendo questa pillola, si nota l'impressionante spartiacque tra due diverse epoche della storia delle banche: una tranquilla (osaremmo dire "normale") e una d'emergenza, che partita dal sistema creditizio ha coinvolto l'intera economia.

VERSO LA RIPRESA?

Il principale anello di congiunzione tra il mondo delle banche e della finanza e quello quotidiano è, naturalmente, il settore dei prestiti. La cui dinamica, spiega l'Abi, è finalmente in miglioramento. «A dicembre 2014 il totale dei finanziamenti a famiglie e imprese ha presentato una variazione annua lievemente positiva: +0,1%, rispetto al -0,4% il mese precedente e -4,5% a novembre 2013, quando aveva raggiunto il picco negativo», afferma il do-

documento dell'associazione bancaria. «Questo di dicembre 2014 per i prestiti bancari a famiglie e imprese è il miglior risultato da aprile 2012. Un ulteriore dato po-



I GRUPPI E LE BANCHE PIÙ EQUILIBRATE, SOLIDE, REDDITIZIE, PRODUTTIVE

	MAGGIORI	GRANDI	MEDI	PICCOLI
SUPER CLASSIFICA	1 Gruppo Intesa Sanpaolo	Gruppo Banca Popolare di Sondrio Società Cooperativa per Azioni	Gruppo Banca Generali Spa-Generabanca	Gruppo Banca Sistema
	2 Gruppo Cariparma Crédit Agricole	Gruppo Credito Emiliano Spa-Credem	Gruppo Banca Ifis	Gruppo Ibi Istituto Bancario del Lavoro Spa
	3 Gruppo Banca popolare dell'Emilia Romagna	Gruppo Banca Popolare di Milano Scarl	Gruppo Cassa di risparmio di Asti Spa	Gruppo Banca Finnat Euramerica Spa
SOLIDITÀ	1 Gruppo Cariparma Crédit Agricole	Gruppo Credito Emiliano Spa-Credem	Gruppo Banca Generali Spa-Generabanca	Gruppo Banca Finnat Euramerica Spa
	2 Gruppo UniCredit Spa	Gruppo Deutsche Bank SpA	Gruppo Banca Ifis	Gruppo Ibi Istituto Bancario del Lavoro Spa
	3 Gruppo Intesa Sanpaolo	Gruppo Banca Popolare di Milano Scarl	Gruppo Banca di Credito Cooperativo di Alba, Langhe, Roero e Canavese Scrl	Gruppo Banca Popolare Etica - Società cooperativa per Azioni - Bpe-Banca Etica
REDDITIVITÀ	1 Gruppo Banca popolare dell'Emilia Romagna	Gruppo Banca Sella	Gruppo Banca Generali Spa-Generabanca	Gruppo Banca Sistema
	2 Gruppo Cariparma Crédit Agricole	Gruppo Banca Popolare di Milano Scarl	Gruppo Banca Ifis	Gruppo Ibi Istituto Bancario del Lavoro Spa
	3 Gruppo Banca Nazionale del Lavoro SpA	Gruppo Deutsche Bank SpA	Gruppo Cassa di risparmio di Asti Spa	Banca Popolare Pugliese-Gruppo Bancario Banca Popolare Pugliese
PRODUTTIVITÀ	1 Gruppo Intesa Sanpaolo	Gruppo Banca Popolare di Sondrio Società Cooperativa per Azioni	Gruppo Banca Ifis	Gruppo Banca Sistema
	2 Gruppo Banca popolare dell'Emilia Romagna	Gruppo Cassa di Risparmio di Firenze SpA-Banca CR Firenze Spa	Gruppo Banca Generali Spa-Generabanca	Gruppo Ibi Istituto Bancario del Lavoro Spa
	3 Gruppo Cariparma Crédit Agricole	Gruppo Banca Popolare di Milano Scarl	Gruppo Banca di Credito Cooperativo di Alba, Langhe, Roero e Canavese Scrl	Gruppo Banca Agricola Popolare di Ragusa Scarl

16 BancaFinanza ■ Dicembre 2015

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.