

Quaderni del volontariato

1

Edizione 2020

Cesvol
Centro Servizi Volontariato Umbria
Sede legale:
Via Campo di Marte n. 9 06124 Perugia
tel 075 5271976
www.cesvolumbria.org
editoriasocialepg@cesvolumbria.org

Edizione gennaio 2020
Coordinamento editoriale di *Stefania Iacono*
Stampa Digital Editor - Umbertide

Per le riproduzioni fotografiche, grafiche e citazioni giornalistiche appartenenti alla proprietà di terzi, l'editore è a disposizione degli aventi diritto non potuti reperire.

E' vietata la riproduzione, anche parziale e ad uso interno didattico, con qualsiasi mezzo, non autorizzato.

ISBN 9788896649992

MAP 8 Progetto Regione Umbria/UNC Umbria -EDUCAZIONE FINANZIARIA E DIFESA DEI CONSUMATORI DIGITALI- Realizzato nell'ambito del Programma generale di intervento della Regione Umbria con l'utilizzo dei fondi del Ministero dello Sviluppo economico. Ripartizione 2018

I QUADERNI DEL VOLONTARIATO
UN VIAGGIO NEL MONDO DEL SOCIALE PER
COMUNICARE IL BENE

I valori positivi, le buone notizie, il bene che opera nel mondo ha bisogno di chi abbia il coraggio di aprire gli occhi per vederlo, le orecchie e il cuore per imparare a sentirlo e aiutare gli altri a riconoscerlo. Il bene va diffuso ed è necessario che i comportamenti ispirati a quei valori siano raccontati.

Ci sono tanti modi per raccontare l'impegno e la cittadinanza attiva. Anche chi opera nel volontariato e nell'associazionismo è ormai pienamente consapevole della potenza e della varietà dei mezzi di comunicazione che il nuovo sistema dei media propone. Il Cesvol ha in un certo senso aderito ai nuovi linguaggi del web ma non ha mai dimenticato quelle modalità di trasmissione della conoscenza e dell'informazione che sembrano comunque aver retto all'urto dei nuovi media. Tra queste la scrittura e, per riflesso, la lettura dei libri di carta. Scrivere un libro per un autore è come un atto di generosa donazione di contenuti. Leggerlo è una risposta al proprio bisogno di vivere il mondo attraverso l'anima, le parole, i segni di un altro. Intraprendendo la lettura di un libro, il lettore comincia una nuova avventura con se stesso, dove il libro viene ospitato nel proprio vissuto quotidiano, viene accolto in spazi privati, sul comodino accanto al letto, per diventare un amico prezioso che, lontano dal fracasso del quotidiano, sussurra all'orecchio parole cariche di significati e di valore. Ad un libro ci si affeziona. Con il tempo diventa come un maglione che indossavamo in stagioni passate e del quale cerchiamo di privarcene più tardi possibile. Diventa come altri grandi segni che provengono dal passato recente o più antico, per consegnarci insegnamenti e visioni. Quelle visioni che i cari autori di questa collana hanno voluto donare al lettore affinché sapesse di loro, delle vite che hanno incrociato, dei sorrisi cui non hanno saputo rinunciare. Gli autori di questi testi, e di

tutti quelli che dal 2006 hanno contribuito ad arricchire la Biblioteca del Cesvol, hanno fatto una scelta coraggiosa perché hanno pensato di testimoniare la propria esperienza, al di là di qualsiasi tipo di conformismo e disillusione

Il Cesvol propone la Collana dei Quaderni del Volontariato per contribuire alla diffusione e valorizzazione della cittadinanza attiva e dei suoi protagonisti attraverso la pubblicazione di storie, racconti e quant'altro consenta a quel mondo di emergere e di rappresentarsi, con consapevolezza, al popolo dei lettori e degli appassionati.

Un modo di trasmettere saperi e conoscenza così antico e consolidato nel passato dall'apparire, oggi, estremamente innovativo.

*Salvatore Fabrizio
Cesvol Umbria*

**PRINCIPI DI
EDUCAZIONE FINANZIARIA**
Elementi di base per tutelare i propri risparmi

a cura di Paolo Polimanti

SOMMARIO

PREFAZIONE – <i>Damiano Marinelli</i>	p.9
INTRODUZIONE – <i>Paolo Polimanti</i>	p.15
CAPITOLO 1 - LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA DELLA FAMIGLIA – <i>Paolo Polimanti</i>	
1. Cosa significa fare pianificazione finanziaria per una famiglia	p.27
2. Differenza tra risparmio e investimento	p.29
3. Nozione di orizzonte temporale	p.32
4. Liquidità, Riserva, Investimento, Previdenza	p.40
5. Tutela patrimoniale, pianificazione del passaggio generazionale	p.44
6. La valutazione dei rischi del portafoglio	p.54
CAPITOLO 2 - LA PREVIDENZA PUBBLICA E PRIVATA – <i>Paolo Polimanti, Federico Moriconi</i>	
1. I sistemi pensionistici pubblici: a capitalizzazione e a ripartizione	p.60
2. Le riforme pensionistiche in Italia	p.65
3. La previdenza complementare	p.77
4. Le forme pensionistiche complementari: i Fondi Pensione Chiusi	p.79
5. Segue ... I Fondi Pensione Aperti	p.81
6. Alcuni aspetti riguardanti i diritti dell'aderente al fondo pensione	p.84
CAPITOLO 3 - LA CONSULENZA FINANZIARIA – <i>Paolo Polimanti</i>	
1. Che cosa si intende per consulenza finanziaria	p.90
2. Un po' di storia sulla consulenza e sui consulenti	p.95
3. La consulenza 4.0	p.101
4. Come riconoscere la consulenza 4.0	p.105

CAPITOLO 4 - GLI STRUMENTI FINANZIARI	
– <i>Federico Moriconi</i>	p.111
1. Nozione di strumento finanziario	p.111
2. Le azioni	p.112
3. Obbligazioni	p.115
3.2 Le tipologie delle obbligazioni	p.118
4. I titoli di Stato	p.122
5. I fondi comuni di investimento	p.127
5.1 I vari tipi di Fondi Comuni di Investimento	p.129
5.2 I vantaggi dei fondi comuni di investimento	p.133
5.3 La valutazione del fondo comune di investimento	p.134
6. I Piani di Accumulo di Capitale (PAC)	p.136
7. I prodotti assicurativi	p.138
7.1 Ramo danni	p.138
7.2 Ramo vita	p.139
8. I certificates	p.141
APPROFONDIMENTI	p.144

PREFAZIONE

Avv. Damiano Marinelli (Presidente UNC Umbria)
presidente@consumatoriumbria.it

Il livello dei diritti (e quindi della tutela) dei consumatori e utenti è un indicatore rilevante di come uno Stato protegga i propri cittadini (spesso) in condizioni di maggior debolezza. I diritti dei consumatori sono molto più ampi di come in genere vengono “predeterminati” dagli stessi cittadini. Sono definiti come “fondamentali” e sono elencati all’articolo 2 del Codice del Consumo:

- *tutela della salute;*
- *sicurezza e qualità dei prodotti e dei servizi (anche naturalmente, servizi previdenziali, di risparmio, assicurativi e di investimento);*
- *adeguata informazione e corretta pubblicità (anche per i servizi ai risparmiatori ed investitori);*
- *esercizio delle pratiche commerciali secondo i principi di buona fede e di correttezza e di lealtà (si pensi alle promesse non mantenute... es. diamanti!);*
- *educazione al consumo (e alla finanza-risparmio!);*
- *correttezza, trasparenza e equità nei rapporti contrattuali (anche qui, promesse e poca chiarezza nei prodotti finanziari...);*
- *erogazione di servizi pubblici secondo standard di qualità ed efficienza.*

L’enunciazione dei diritti dei consumatori deriva direttamente dall’attuazione delle politiche Comunitarie Europee che hanno portato anche in Italia alla ratifica dei cinque diritti

fondamentali dei consumatori, stabiliti a livello comunitario:

- la **tutela della salute e della sicurezza dei consumatori**: sul mercato possono essere immessi solo prodotti che non presentino pericoli per la salute e la sicurezza dei consumatori;

- la **tutela degli interessi economici dei consumatori**: sono vietate in generale la pubblicità ingannevole e le formulazioni fuorvianti nei contratti conclusi dai consumatori. **Rientra la tutela del risparmio all'interno degli interessi economici degli stessi**;

- **diritto del consumatore all'informazione e ad adeguate istruzioni**: i consumatori devono essere informati per poter scegliere fra i vari servizi loro offerti (**anche prodotti finanziari**). Per questo è necessaria un'adeguata e obiettiva informazione;

- **diritto al risarcimento**: i consumatori devono poter contare su consulenza e assistenza per ottenere il risarcimento; **ci battiamo da anni insieme ai risparmiatori e investitori per rendere effettive le tutele che esistono**;

- **rappresentanza e partecipazione**: i rappresentanti dei consumatori devono partecipare al processo decisionale per le questioni che li interessano, a livello locale, nazionale o comunitario.

Il ruolo del risparmiatore e la centralità della tutela del risparmiatore nelle normative sovranazionali, europee e nazionali relative ai mercati finanziari e alla vigilanza sugli stessi trova un suo fondamento costituzionale (art. 47 Costituzione Italiana) in stretto collegamento con le esigenze di stabilità e buon andamento dei mercati. Ferma l'importanza degli strumenti sia giudiziari sia complementari e/o alternativi alla giurisdizione (tra i quali l'Arbitro delle controversie finanziarie, di recente istituzione), la tutela piena ed effettiva dei rispar-

miatori appare conseguibile soprattutto attraverso il diretto e spontaneo adempimento da parte degli operatori di tutti gli obblighi professionali su di essi gravanti (diligenza, correttezza trasparenza, informazione), sotto l'egida delle Autorità di vigilanza, in una dimensione sussidiaria. Dato lo stretto legame esistente tra stabilità, fiducia e protezione, realizzare l'obiettivo, individuato dalle norme, di dare a ciascun investitore un prodotto adeguato, appropriato e proporzionato, adatto alle sue caratteristiche e ai suoi desideri, compreso quello di contribuire al bene comune attraverso investimenti a impatto sociale, significa soddisfare il legittimo interesse del privato investitore e il legittimo interesse del privato operatore finanziario (intermediario, gestore di mercato, emittente) e l'interesse generale alla stabilità e al buon andamento del mercato (cit. Lucio Iannotta). Il sistema di regolazione dei mercati finanziari è un sistema complesso (che comprende standard setting, applicazione delle regole, monitoraggio, enforcement); ibrido (pubblicoprivato; tecnico-politico); multilivello (globale; regionale-europeo e domestico-nazionale); plurisoggettivo (pluralità di regolatori e di autorità di vigilanza) a rete non gerarchica; con pluralità di comparti con intersezioni e coordinamento funzionale (mobiliare, bancario, assicurativo, contabile, revisionale), come già osservato da Sandro Amoroso.

A seguito della crisi finanziaria del 2007 e del 2008 (che ha evidenziato gravi lacune nella vigilanza finanziaria e l'inadeguatezza dei modelli di vigilanza nazionale a stare al passo con la globalizzazione finanziaria e con l'integrazione e l'interconnessione dei mercati europei) e alla luce del Rapporto de La Rosière (redatto su incarico della Commissione Europea del novembre 2008 con lo scopo di meglio proteggere i cittadini e ripristinare la fiducia nel sistema finanziario) sono state istituite tre autorità europee di vigilanza collettivamente denominate European Supervisory Authorities (E.S.A.), vale

a dire ESMA - Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, EBA - Autorità Bancaria Europea ed EIOPA Autorità Europea delle Assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (Regolamenti del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 rispettivamente nn. 1095, 1093, 1094/2010). Come rileva Sandro Amorosino solo per il settore bancario - il più esposto sul fronte della crisi per cause sia endogene (alcuni casi di gestione imprudente) sia esogene (il sovraccarico di crediti not performing e di titoli dei debiti sovrani nei patrimoni delle banche) - è stato avviato un complesso processo di Unione Bancaria Europea con attribuzione alla B.C.E. della supervisione sulle banche di rilevanza sistemica e al Single Resolution Board (S.R.B.) della risoluzione delle crisi bancarie.

Le norme di principio sulla tutela dei risparmiatori quindi sono presenti a tutti i livelli della regolazione. Dalla loro lettura risulta che esse rappresentano la giuridicizzazione (anche) di esigenze etiche: la giustizia (*suum cuique tribuere*) *sub specie* di dare a ciascun investitore il prodotto a lui adeguato, appropriato, proporzionato; la verità *sub specie* di dovere degli operatori finanziari di adeguata e completa conoscenza dei fatti (della peculiare posizione di ogni risparmiatore) e di informazione completa, trasparente, chiara e comprensibile; il principio di responsabilità come dovere di salvaguardare la posizione dei risparmiatori, soprattutto dei più deboli e quindi anche come capacità di farsene carico (misericordia come *miseris cor dare*) e di “pensare” alle conseguenze delle scelte; l’onestà e l’equità, nell’agire degli operatori finanziari, espressamente sancite dalla Direttiva MIFID 2014. **Il problema vero riguarda la concretizzazione e l’attuazione delle previsioni normative e l’effettività e la tempestività della tutela** come osserva ancora Lucio Iannotta.

L’attuale sistema di tutela si è manifestato inadeguato, in Ita-

lia, nella recente crisi delle quattro Banche di cui ai commi 842 e ss art. 1 legge di stabilità 2016 (legge n. 208 del 28 dicembre 2015), vale a dire: Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio - Soc. Coop.; Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti s.p.a.; Banca delle Marche s.p.a.; Cassa di Risparmio di Ferrara s.p.a..

Nei mercati finanziari, prosegue Iannotta, contraddistinti da una ineliminabile logica di rischio, per poter conseguire **una tutela piena ed effettiva dei diritti degli investitori**, appare necessario che gli operatori adempiano tutti gli obblighi di comportamento propri della loro professione, agendo con adeguatezza, appropriatezza, proporzionalità e quindi con conoscenza delle situazioni, trasparenza, chiarezza e precauzione, soprattutto quando siano coinvolte posizioni deboli, portatrici di diritti inviolabili e di correlati doveri inderogabili; nella consapevolezza sia della necessità di prevenire i danni sia la difficoltà, una volta che si siano prodotti, di riparare e anche di risarcire, quantomeno integralmente. Si dovrebbe quindi, continua ad osservare in maniera molto interessante Iannotta, **potenziare un'alleanza operativa tra risparmiatori, con i loro diritti e doveri, e mondo della finanza, sana e prudentiale** (comprensiva della finanza a impatto sociale), **con i suoi poteri, obblighi e doveri, ispirata all'utile (non solo) economico di tutti**, popolata di persone dotate di competenza e professionalità, che sappiano tener conto adeguatamente e compiutamente delle conseguenze.

Nel Progetto Carta degli Investitori CONSOB - Associazione dei Consumatori (gennaio 2014), si legge che *“La piena consapevolezza degli investitori di essere portatori di interessi legittimi ... rappresenta un fattore cruciale, nella strategia di intervento pubblico nel campo dei controlli amministrativi, volta a scoraggiare in modo significativo e duraturo la diffusione di pratiche finanziarie scorrette”*.

L'effettivo esercizio, da parte degli investitori, dei loro interessi legittimi presuppone un'adeguata educazione finanziaria.

La nostra Associazione è la prima Associazione dei Consumatori ed Utenti in Italia ed è sempre in prima fila per la difesa dei diritti dei risparmiatori e investitori. Tra le attività che hanno connaturato la nostra Unione come tra le **Associazioni più attive in Umbria**, c'è anche la rilevante operosità in ambito informativo, con l'organizzazione di convegni, tavole rotonde, incontri: tutti volti a sensibilizzare i cittadini all'educazione al consumo ed in generale alla prevenzione nell'ottica del nostro principio guida: prevenire è senz'altro meglio che curare. La promozione e lo sviluppo dell'associazionismo libero, volontario e democratico tra consumatori e utenti è poi la nostra ulteriore linea guida, che ci ha permesso di essere **l'Associazione più seguita anche on line** (sito: www.consumatoriumbria.it e FB: [unione nazionale consumatori Umbria](https://www.facebook.com/unione.nazionale.consumatori.umbria), con punte di c.a. 380.000 visitatori per singola notizia). Siamo dunque più che soddisfatti ed orgogliosi di poter pubblicare questo volume che possa permettere ai lettori di avere una prima informazione sulle tematiche dell'educazione finanziaria, ideato e coordinato dal nostro esperto dott. Paolo Polimanti, cultore della materia all'Università degli studi di Perugia e che con noi si è già speso per organizzare attività informative su tutto il territorio umbro, con ottimi risultati di critica e pubblico. Buona lettura, e attenti al lupo della cattiva informazione! Armatevi di conoscenza e scegliete informati!

Avv. Damiano Marinelli
(Presidente UNC Umbria)

www.consumatoriumbria.it
www.associazionelegaliitaliani.it
segreteria@consumatoriumbria.it
info@associazionelegaliitaliani.it

INTRODUZIONE

Paolo Polimanti

“Quella degli investimenti finanziari è una attività noiosa. Se vuoi emozioni forti, prendi 800 dollari e vai a Las Vegas” - Paul Samuelson, premio Nobel per l’economia 1970

L’esigenza di promuovere iniziative di educazione finanziaria è oramai sentita a tutti i livelli e in tutte le istituzioni pubbliche, tuttavia, nonostante le buone intenzioni, poco si è fatto. Le ragioni dell’assenza di una politica pubblica che si faccia carico di iniziative in tal senso sono dovute essenzialmente al fatto che si ritiene che fare educazione finanziaria abbia un costo che, nella migliore delle ipotesi, porta dei benefici nel lungo periodo. In realtà le sempre più frequenti crisi dei mercati e le ricadute negative nella società dimostrano esattamente il contrario, ovvero che è costoso “non fare” politiche di educazioni finanziaria.

Il presente testo non ha la pretesa di essere un testo di educazione finanziaria, *in primis* perché proprio per l’economia del lavoro non possono essere sufficienti poche pagine per avanzare una tale pretesa. Inoltre, fare educazione finanziaria significa incontrare il risparmiatore *vis a vis* attraverso un percorso formativo calibrato sul *background* della persona.

Nelle pagine che seguono, abbiamo volutamente tralasciato i riferimenti normativi che costituiscono gli architravi della tutela del risparmiatore e le basi alle quali si poggiano i suoi diritti. Le norme dettate dal diritto comunitario e nazionale meritano una trattazione più completa che non è possibile dare seguito in questa sede.

L’obiettivo, invece, del presente lavoro è quello di sensibilizzare il lettore a “fare qualcosa”, uno stimolo a intraprendere un percorso che lo porti a migliorare le proprie conoscenze nel mondo del risparmio. La pianificazione dell’economia di

una famiglia necessità di una presa di coscienza di esigenze e di bisogni che si presentato di volta in volta nel corso del ciclo della vita.

Inoltre, all'interno della vasta materia dell'educazione finanziaria abbiamo deciso di focalizzare l'attenzione solo su alcuni argomenti; la pianificazione finanziaria, che rappresenta la base su cui poggia l'attività economica della famiglia; la previdenza pubblica e privata, in quanto è una tematica di forte attualità date le continue riforme che si sono succedute nel corso degli ultimi decenni e la consulenza, che rappresenta la vera novità e la vera sfida che ci attende in futuro e che è tutt'ora in itinere in un cantiere ancora non giunto a conclusione; i principali strumenti finanziari, per fare una panoramica sintetica di quello che offre il mercato.

Fatta questa premessa occorre chiedersi, però, perché oggi è diventata di forte attualità il tema di educazione finanziaria. Le recenti crisi dei mercati hanno riproposto, se mai ci fosse ancora bisogno, la necessità di protezione del risparmiatore. Pertanto, è necessario sensibilizzare il risparmiatore su quelli che rappresentano gli strumenti di protezione a propria disposizione per comprendere rischi e opportunità in settore di non facile comprensione. Negli ultimi anni, le autorità preposte alla regolazione dei mercati sono intervenute, più volte, riscrivendo le regole che governano il mondo della finanza, cercando di accantonare una logica di vigilanza basata sulla "vendita dei prodotti finanziari", ad una logica di vigilanza basata sul "servizio finanziario offerto al risparmiatore", mettendo al centro del sistema il "servizio di consulenza", ovvero quel servizio ritenuto il più idoneo a soddisfare le esigenze del risparmiatore.

Tuttavia, affinché le norme poste dal legislatore possano fornire al risparmiatore una efficace protezione occorre che quest'ultimo abbia gli strumenti per usufruire nel migliore dei modi della tutela offerta; in poche parole occorre abbia

una educazione finanziaria adeguata per sedersi di fronte all'intermediario e comprendere il livello di professionalità dell'interlocutore e se la proposta consulenziale offerta corrisponda alle proprie esigenze.

Tuttavia, occorre precisare che acquisire nozioni di educazione finanziaria non significa diventare un economista o un analista finanziario, perché nessun risparmiatore lo sarà mai. Per i bisogni di una famiglia sarebbe sufficiente raggiungere quel livello minimo di “alfabetizzazione” che permetta a ciascun risparmiatore di comprendere opportunità e rischi delle operazioni consigliate dall'intermediario.

Tra le nozioni da acquisire inserirei anche quelle elementari di finanza comportamentale. Quest'ultima si basa sul fatto che gli individui non sono completamente razionali e che, nel momento in cui si deve prendere una decisione finanziaria, entrano in gioco diverse variabili psicologiche che portano le persone a definire una politica di investimento poco razionale che spesso portano l'investitore ad abbandonare quella pianificazione che era stata inizialmente condivisa con l'intermediario.

A questo punto, però, occorre fornire una definizione su cosa si intende per educazione finanziaria. Tra le definizioni più efficaci si può annoverare quella fornita dall'OCSE, nel 2005, che la identificò come *“quel processo attraverso il quale i consumatori migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e la consulenza oggettiva, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere consulenza e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario”*.

Numerose ricerche hanno dimostrato che risulta esserci una forte correlazione tra un basso livello di istruzione finanziaria e situazioni finanziariamente difficili: addirittura tra chi ha i

livelli più bassi d'istruzione c'è un numero molto elevato di persone che sono addirittura prive di ogni rapporto con le banche.

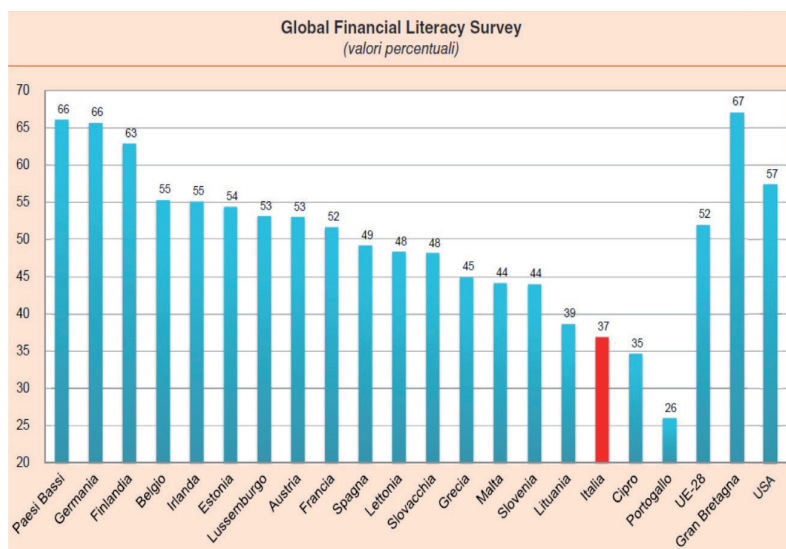
Già nel 2004, Anna Lusardi e Olivia Mitchell (*Wharton School*) in una loro ricerca hanno rilevato che i risparmiatori più informati sono molto più propensi a pensare alla loro vecchiaia. In particolare, chi pianifica ha tendenzialmente una migliore educazione finanziaria (per esempio, conosce meglio il tasso d'interesse composto che è chiaramente una variabile fondamentale per elaborare piani di risparmio).

Questa relazione tra alfabetizzazione finanziaria e proiezione verso la propria pensione risulta essere evidente in ogni situazione ed indipendente da altre variabili (ad esempio, quelle demografiche: istruzione, stato civile, numero di figli, razza e sesso, ecc.); pensare alla propria pensione favorisce la pianificazione, e questo a sua volta è uno stimolo per il risparmio, quindi rimane confermato che tra educazione finanziaria e capacità di risparmio e benessere economico delle persone c'è una stretta relazione.

Quindi, in definitiva, l'analfabetismo finanziario influisce pesantemente sul comportamento economico e sulla ricchezza delle persone. Nello studio della Lusardi, emergono alcuni importanti aspetti: solitamente i seminari tenuti presso le aziende sono dedicati ai lavoratori che hanno una bassissima o nulla propensione al risparmio, quindi a chi ha i patrimoni e i redditi più bassi e a chi ha un basso livello di istruzione. L'effetto di questi seminari è particolarmente forte, anche in funzione dell'obiettivo pensionistico: gli effetti stimati sono considerevoli, in particolare per i meno abbienti, per i quali la frequenza seminari sembra generare una crescita della loro ricchezza finanziaria di circa il 18 per cento rispetto a chi non li frequenta. Inoltre in molti casi i benefici di una maggiore alfabetizzazione vengono goduti anche dalla cerchia dei conoscenti e non solo da chi ha frequentato in prima persona i

seminari.

Queste evidenze ci forniscono alcuni prime riflessioni: la prima è che l'educazione finanziaria funziona in quanto porta ad un miglioramento delle condizioni economiche, il secondo è che le decisioni di tipo finanziario possono essere influenzate dal contesto che ci circonda, il terzo è che per passare dall'intenzione all'azione è necessario rendere più efficace e concreto il processo di educazione finanziaria della popolazione.



Il tema della educazione finanziaria è particolarmente sentito in Italia che, per ragioni prevalentemente strutturali, registra un livello di conoscenza media del risparmiatore in materia del tutto insufficiente e ben al di sotto dei paesi più industrializzati. In molti paesi, sia il governo che i datori di lavoro hanno promosso programmi di educazione finanziaria; in Australia c'è una grande attenzione a questo problema; nel Regno Unito si stanno promuovendo corsi di educazione di base e organizzati dallo Stato e un servizio pubblico di consu-

lenza gratuita per le famiglie; negli USA le aziende più grandi offrono una qualche forma di programmi di formazione la cui efficacia è, come dicevamo, ancora da provare.

È cronaca recente che in Cina, il presidente Xi Jinping, ha lanciato un'operazione di "alfabetizzazione finanziaria" destinata ai giovanissimi. Si parte quindi dai banchi di scuole medie ed elementari. L'obiettivo, spiega l'agenzia governativa Xinhua, è inculcare il valore del denaro già da bambini, per evitare incauti investimenti della popolazione in età adulta.

È allora meglio cominciare dai primissimi anni di scuola. In soccorso arrivano anche le start-up tecnologiche, con le loro applicazioni per preparare alla finanza i bambini. Qualche genitore teme di risultare incompetente; "non capirò nulla dei compiti di mio figlio", scrive una mamma sul sito di *microblogging* Weibo. Un papà commenta ironico, ma forse nemmeno troppo: "Bene, adesso avrò qualcuno che mi aiuta col mio portfolio di azioni..." Quella annunciata, fa sapere la portavoce Gao Li, è soltanto la prima di una serie di campagne nazionali di alfabetizzazione finanziaria.

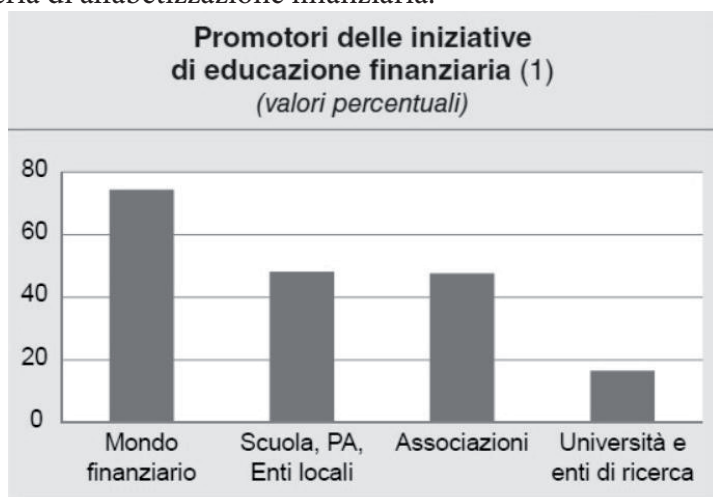
Quindi, quando iniziare ad intraprendere un percorso di educazione finanziaria? In base alle linee guida dell'*International Network on Financial Education* dell'OCSE, l'educazione finanziaria dovrebbe iniziare già dalla scuola primaria ed essere sviluppata con programmi specifici per ogni fascia d'età. Ma se per i più giovani la questione è relativamente semplice, intervenire sugli adulti presenta qualche ostacolo in più: tanto per cominciare, è più difficile individuare contesti dedicati, come la scuola per i ragazzi, e mettere tutti d'accordo sugli orari. Inoltre le modalità didattiche devono misurarsi con la diminuzione delle capacità di apprendimento che si verifica al crescere dell'età.

Detto questo, anche per gli studenti italiani oggi l'educazione finanziaria è estremamente frammentata, con una quota rilevante di iniziative legata alla proposta individuale dei do-

centi e dei dirigenti scolastici. Il motivo è presto detto: ad oggi l'educazione finanziaria non è ancora inserita di diritto nei programmi didattici, complici la già densa tabella di marcia e la non adeguata preparazione dei docenti sul tema.

In Italia, nonostante una grande attenzione al problema, i programmi di educazione finanziaria sono riservati a sporadiche iniziative di soggetti privati che hanno a cuore il problema come le associazioni di tutela dei consumatori e di addetti ai lavori, mentre le istituzioni pubbliche hanno varato pochi e disorganici programmi.

Nei grafici seguenti vi è la dimostrazione della grande necessità di politiche pubbliche riguardanti l'educazione finanziaria. Nel primo, infatti, sono riportati i soggetti che si sono fatti parte attiva per iniziative in tal senso ove emerge l'assenza totale di politiche nazionali. Il secondo e il terzo, ci indicano in che modo i risparmiatori colmano le proprie lacune in materia di alfabetizzazione finanziaria.



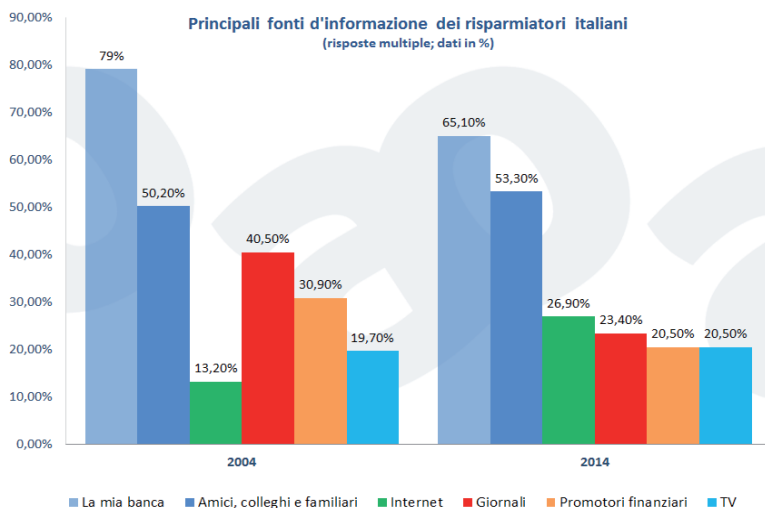
(1) Quota delle iniziative promosse da soggetti appartenenti alla tipologia o per le quali è stato dichiarata la partecipazione di un soggetto di quella tipologia calcolata rispetto al totale di iniziative. La somma complessiva eccede 100 perché alla medesima iniziativa possono concorrere più tipologie di soggetti.

Da dove arrivano le conoscenze finanziarie?



Fonte: "Le scelte di investimento delle famiglie italiane" - Consob, Rapporto 2017

AdviseOnly



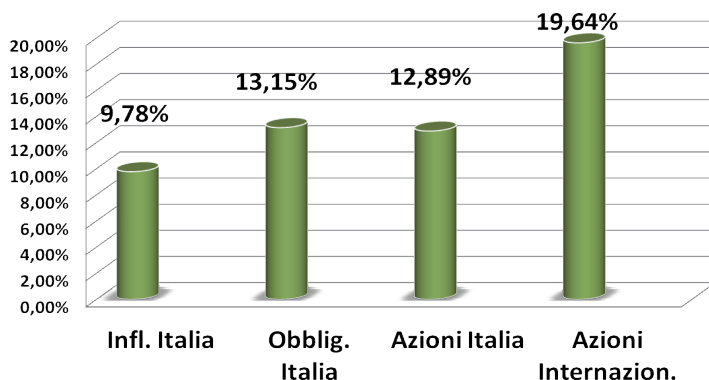
Elaborazioni Advise Only su dati Centro Studi Einaudi - Intesa Sanpaolo

Per decenni il risparmiatore italiano, definito *Bot People* ha trovato un porto sicuro nei titoli di Stato italiani. Quest'ultimi offrivano rendimenti superiori al mercato azionario che, per definizioni, presenta un rischio decisamente più elevato. Ma ciò che li rendeva particolarmente attraenti era il fatto che

presentavano un *gap* rispetto al costo della vita che permetteva al risparmiatore non solo di perdere in potere di acquisto ma addirittura di avere un extra-rendimento tale da accumulare un surplus di capitale.

Tutto ciò ha reso il risparmiatore italiano immune e indifferente da qualsiasi iniziativa (casamai ce ne fossero state) rivolta alla alfabetizzazione dei cittadini, in considerazione che gli unici impieghi e investimenti erano essenzialmente rivolti in due direzioni: titoli di Stato e immobili. Gli unici in grado di consentire sonni tranquilli se comparati con il resto degli altri possibili investimenti nel panorama nazionale e internazionale.

Universe degli investimenti in Italia
Performance annue ad intervalli di 5 anni (1975-1996)
Fonte : UBS



Infine, ma non ultimo, l'altra ragione della mancata alfabetizzazione del risparmiatore italiano è dovuta ad un fattore di carattere politico-economico. Da qualche decennio abbiamo assistito ad un arretramento dello Stato sociale, negli anni settanta si diceva che lo Stato assisteva il cittadino "dalla culla alla bara", portando il *welfare state* alla sua massima espressione. Lo stato sociale ha deresponsabilizzato il cittadino dalle

scelte economiche di lungo periodo; dalla copertura sanitaria per tutti, all'istruzione offerta pressoché gratuita, alla previdenza pubblica, ai servizi pubblici. Quando lo stato fa un passo indietro e il cittadino si trova privo di certe coperture deve pianificare per far fronte al moltiplicarsi delle esigenze familiari, ma tutto ciò richiede conoscenze in materia finanziaria. Promuovere l'educazione finanziaria sarebbe uno dei modi in cui possiamo aiutare le persone a fare le scelte giuste: come si è già detto l'obiettivo non è quello di rendere ogni risparmiatore un mago della finanza, ma di fornirgli gli strumenti fondamentali per districarsi nel sistema finanziario. La gente guida l'automobile anche senza bisogno di essere ingegnere, per guidare una macchina non occorre sapere tutto sul suo funzionamento. Gli incidenti accadono, ma nessuno si sogna di chiudere le strade all'utente normale e di permettere la guida solo a piloti specializzati.

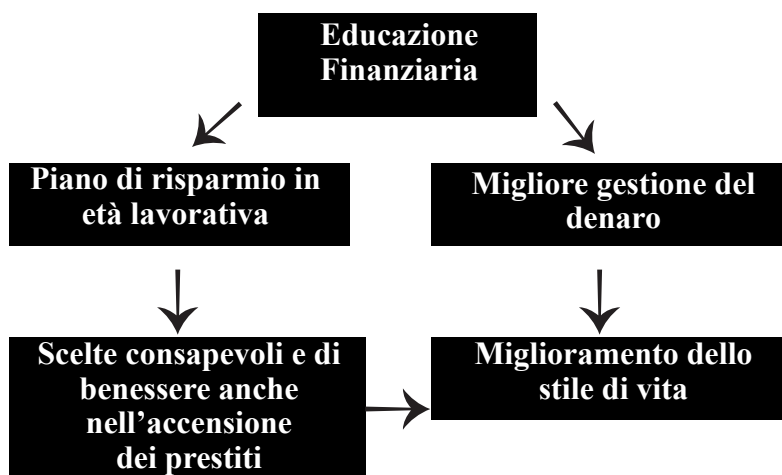
Gli individui meno alfabetizzati finanziariamente commettono maggiori errori anche in materia di sovra indebitamento; partecipano in maniera minore al mercato dei capitali, hanno una diversificazione del portafoglio minore, ma soprattutto hanno una propensione al risparmio inferiore rispetto agli individui più alfabetizzati finanziariamente, accumulando così minore ricchezza rispetto a quest'ultimi.

Sono tutti fattori che incidono negativamente sull'economia generale del paese, in quanto le persone che gestiscono male i loro risparmi avranno di conseguenza meno denaro da destinare ai consumi, all'istruzione dei figli, agli investimenti produttivi.

I programmi di educazione finanziaria sono quindi necessari per i singoli per prevenire cattive scelte finanziarie (come ad esempio la sottoscrizione di mutui *subprime*), ma ancora di più per scongiurare altre crisi economiche di rilevanza mondiale e mantenere così stabili ed efficienti i mercati finanziari. Tali iniziative però non hanno un effetto automatico sulle

capacità degli individui, cioè l'apprendimento di concetti e nozioni non si traduce in modo automatico nella capacità (*financial capability*) di saper prendere decisioni finanziarie corrette e convenienti in base agli obiettivi prefissati.

Nel 2009, a seguito della crisi economica e dei mercati, Lorenzoni, responsabile della Divisione Relazioni Esterne della CONSOB, nell'audizione in Commissione Industria, Commercio e Turismo in Senato, evidenziava la necessità di educazione finanziaria al fine di prevenire le crisi, affermando che *“la Consob è stata infatti la prima istituzione in Italia a realizzare in autonomia iniziative di educazione finanziaria. Tale attività è cominciata sin dalla fine degli anni 90, quando si è assistito ad una sensibile migrazione del risparmio delle famiglie dai titoli di stato ad altre forme di investimento più remunerative, non supportata però da un adeguata consapevolezza del maggior rischio che tali investimenti comportavano”*. L'importanza dell'educazione finanziaria possiamo riassumerla con lo schema di seguito riportato:



Oltre ad una buona istruzione finanziaria, per sapersi muovere all'interno di questo insieme grandissimo di strumenti finanziari, bisogna avere ancora di più oggi rispetto al passato una buona dose di fiducia nella controparte, ovvero l'intermediario. Per queste ragioni che nella seconda parte del testo affronteremo il grande cambiamento di questi ultimi anni, ovvero l'evoluzione della consulenza finanziaria e, conseguentemente, della professione del consulente a seguito dei cambiamenti intervenuti nel settore del risparmio e della normativa comunitaria.

L'obiettivo principale del sistema del risparmio gestito sarà nel prossimo futuro quello di recuperare la fiducia che il risparmiatore nel corso delle ultime crisi ha perso o, nella migliore delle ipotesi, si è notevolmente affievolita.

Il consulente, pertanto, avrà in futuro una duplice funzione; oltre a rappresentare un punto di riferimento stabile per il risparmiatore per il soddisfacimento dei propri bisogni della sfera economica, avrà anche l'importante compito di "educatore", fornendo le basi al risparmiatore per affrontare una corretta pianificazione finanziaria.

CAPITOLO 1

LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA DELLA FAMIGLIA

di Paolo Polimanti

1. Cosa significa fare pianificazione finanziaria per una famiglia

La pianificazione finanziaria familiare è quel processo di valutazione delle esigenze finanziarie delle famiglie per aiutarle ad analizzare i propri bisogni, pianificare gli obiettivi finanziari, previdenziali ed assicurativi e delle conseguenti decisioni di investimento per ridurre al minimo i rischi e ottimizzare le risorse per il loro soddisfacimento.

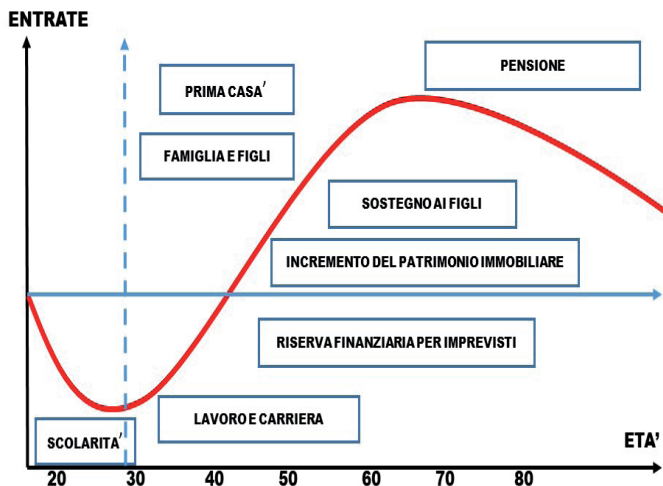
Con una buona pianificazione dei propri investimenti, la famiglia diventa finanziariamente indipendente, è in grado cioè di soddisfare i propri bisogni finanziari. Tuttavia, occorre evidenziare, secondo quelle che sono le statistiche a disposizione, che le famiglie nella grandissima maggioranza dei casi non fanno pianificazione ma gestiscono le proprie risorse economiche in modo del tutto improvvisato. Una ricerca negli Stati Uniti ha dimostrato, invece, che chi fa pianificazione finanziaria nel corso del ciclo di vita aumenta in modo sostanziale la ricchezza della famiglia e diminuisce l'impatto delle crisi finanziarie che si presentano ciclicamente.

Perché occuparsi delle proprie risorse, poche o tante che siano, è un'attività che richiede competenza, attenzione, ma soprattutto pazienza. Per introdurre il concetto di pianificazione occorre partire dalla teoria del ciclo vitale, teorizzata da Modigliani (1954), modello in base al quale i consumatori tendono a risparmiare in età giovanile e adulta parte del loro reddito, da destinare ai consumi al termine della loro vita lavorativa.

L'elaborazione di tale teoria ha contribuito significativamen-

te all'attribuzione del premio Nobel per l'economia a Modigliani (1985). Secondo l'approccio dei due studiosi, la scelta del livello di consumo corrente fa parte di un problema di decisione articolata su più periodi. Si assume che gli individui siano razionali e desiderino rendere massimo il proprio benessere complessivo, considerato su tutto l'arco della vita. Nel corso della vita di un individuo cambiano continuamente i bisogni e le esigenze secondo due variabili: l'età anagrafica e il reddito a disposizione, come dimostrato dal grafico sottostante, ove sono indicate alcune delle infinite esigenze che una persona può avere con il trascorrere degli anni. Mentre la linea rossa ci mostra come le entrate variano anche in questo caso con l'età della persona. È chiaro che il grafico mostra un risparmiatore medio ed è altrettanto scontato che ciascuno di noi ha esigenze e bisogni diversi per cultura, carattere, famiglia, ambiente socio-economico ecc.

TEORIA DEL CICLO VITALE



Tale attività è normalmente supportata da un esperto che aiuta la famiglia a capire e formalizzare le proprie aspettative

a breve, medio e lungo termine, e la educa ad attuare comportamenti coerenti con questi obiettivi. Tutto ciò per fare acquisire piena consapevolezza dei propri bisogni finanziari prioritari e delle risorse disponibili (presenti e future) per raggiungerli e a conoscere gli strumenti finanziari che permettono di soddisfare questi bisogni tenendo conto delle risorse disponibili.

2. Differenza tra risparmio e investimento.

È opinione diffusa che la pianificazione finanziaria sia qualcosa che riguarda risparmiatori che abbiano rilevanti capitali non corrisponde assolutamente alla realtà delle cose. Per comprendere meglio questo aspetto occorre partire dalla distinzione tra risparmio e investimento. Spesso capita di confondere questi termini mentre invece la loro differenza è sostanziale e deve essere tenuta in profonda considerazione. Per risparmio si intende la quota di reddito percepito che non viene utilizzato spendendolo immediatamente ma che viene accantonato al fine di un suo possibile utilizzo futuro. Il risparmio potrà quindi consentire all'individuo o alla famiglia una maggiore tranquillità in quanto questo potrà essere utilizzato per dei maggiori consumi nel futuro oppure per far fronte ad eventuali imprevisti che altrimenti costituirebbero sia un problema economico non indifferente ma anche una maggiore tranquillità emotiva.

È possibile poi destinare il proprio risparmio o meglio, parte di questo, all'investimento che può essere inteso sia in senso strettamente economico come per esempio l'acquisto di un bene che possa sia migliorare la qualità della vita (una caldaia ad alta efficienza energetica, un'automobile, etc.) sia in un senso più finanziario come l'acquisto di uno strumento finanziario come un'obbligazione (per il significato di obbligazione rimandiamo al relativo capitolo) al fine di ottenere dei profitti dal proprio risparmio.

Effettuare un investimento non è mai semplice e richiede sempre delle scelte ponderate che non è detto portino ai risultati desiderati (l'automobile nuova potrebbe non soddisfare per il prezzo a cui è stata acquistata, la caldaia risultare di pessima qualità e l'investimento in obbligazioni risultare deleterio a causa dell'insolvenza della società che ha emesso il prodotto) quindi, a differenza del risparmio, l'investimento comporta un rischio reale per chi decide di intraprenderlo.

Nel momento in cui si decide di destinare parte o la totalità del risparmio ad un investimento è quindi indispensabile tenere in profonda considerazione sia i rischi che incorriamo nell'effettuarlo ma allo stesso tempo anche delle opportunità che tale investimento può riservarci per il futuro. Tutto questo ragionamento deve essere poi in linea con gli obiettivi che ci poniamo per il futuro e l'investimento deve essere nient'altro che il mezzo per raggiungerli.

Ma come fa un risparmiatore a sapere quanto risparmia periodicamente? Semplicemente facendo una sorta di bilancio, mettendo in una tabella, nemmeno troppo complicata (più si complica la tabella più si è disincentivati a stilare un conto economico), le entrate e le uscite della famiglia.

Questo lavoro ha un duplice effetto positivo; capire la capacità di risparmio mensile, tenere sotto controllo le spese della famiglia per evitare il fenomeno del "sovra indebitamento". In primo luogo, la capacità di risparmio dà la possibilità al risparmiatore di capire se è in grado di soddisfare o meno le proprie esigenze.

GENNAIO				
USCITE			ENTRATE	
CATEGORIA	DESCRIZIONE	IMPORTO	DESCRIZIONE	IMPORTO
Casa	Affitto	450	Stipendio	1500
Casa	Gas	127	Rata assegno familiare	200
Casa	Cellulare	20		
Casa	ADSL	35		
Trasporti	Rata Assicurazio	150		
Salute	Dentista	200		
Tempo Libero	Ristorante	40		
Casa	Alimentari	34		
Trasporti	Treno	45		
Trasporti	Benzina	65		
TOTALE		1166		1700

Elaborare un piano, inoltre, evita il fenomeno del sovra indebitamento, la globalizzazione dei mercati ha prodotto una moltiplicazione dei beni di consumo e, quindi, anche di nuove esigenze. Sta crescendo negli ultimi anni la tendenza a ricorrere sempre più al credito al consumo, carte pregate, ecc. che fa diminuire la percezione della spesa, con conseguente indebitamento.

Martin Siecker, il presidente della sezione INT del Comitato Economico e Sociale Europeo, delinea l'ormai problema dell'indebitamento da parte di numerosi consumatori, affermando che *“Le persone devono imparare a controllare i consumi, e l'educazione finanziaria potrebbe aiutarle a gestire adeguatamente il loro bilancio e a non finire in situazioni di eccessivo indebitamento. Tuttavia, la lotta al sovra indebitamento e all'esclusione finanziaria richiede anche comportamenti responsabili da parte dei professionisti, riguardo sia ai prodotti che alla pubblicità, nonché ai consigli e alle spiegazioni che forniscono ai consumatori”*.

Prima dell'Italia, alcuni paesi dell'Unione Europea si erano posti l'obiettivo di regolamentare la situazione dell'indebitamento del debitore civile. Ciò serviva ad evitare che un gran numero di soggetti con molti debiti venissero spinti a un livello di soglia di povertà, rischiando loro malgrado di finire

ai margini della società.

La necessità di ricorrere al credito, l'applicazione di alti tassi di interesse, la mancanza di una seconda possibilità, la condizione della situazione dell'indebitamento a tutto il nucleo familiare ha fatto sì che diventasse un problema sociale.

La creazione di specifiche discipline per il sovra indebitamento fu espressione della scelta di non sacrificare alla rigida osservanza, i diritti dei creditori, incentivando il debitore a rimanere nel circuito economico come soggetto attivo.

3. Nozione di orizzonte temporale

Il concetto di orizzonte temporale è poi profondamente collegato a quello di investimento; intendendosi il periodo di tempo in cui si decide di rinunciare alle disponibilità di denaro per impiegarle in attività finanziarie al fine di massimizzare il rendimento.

È evidente che tale orizzonte è strettamente dipendente dalle proprie esigenze individuali (o della famiglia) e quindi non esiste in linea generale un orizzonte temporale ideale ma tanti orizzonti temporali quanti sono gli obiettivi.

A titolo di esempio, nella tabella sottostante riportiamo una possibile combinazione tra le esigenze di un ipotetico risparmiatore, il grado di rilevanza di quella determinata esigenza, l'orizzonte temporale entro il quale vuole realizzarle, il controvalore che ipotizza sarà necessario nel momento che desidera soddisfare quel determinato bisogno e l'importo che al momento intende destinare.

Esigenza ravvisata	Grado di rilevanza	Orizzonte temporale	Importo da destinare alla esigenza	Importo a scadenza
Gestione della liquidità	Alta	Immediato utilizzo	€ 5.000	€ 5.000
Acquisto casa al mare	Media	5 anni	€ 100.000	€ 120.000
Istruzione dei figli	Primaria	15 anni	€ 30.000	€ 40.000
Integrazione pensionistica	Eventuale	30 anni	€ 4.000 All'anno	€ 130.000

Pertanto l'ipotetico risparmiatore, a seconda del periodo di tempo a disposizione dovrebbe impiegare il proprio risparmio a seconda della esigenza da soddisfare e rinunciare a quella parte di denaro sino al momento della realizzazione della esigenza.

Ma perché è importante destinare degli importi specifici ad ogni esigenza? Semplicemente perché a seconda dell'esigenza da soddisfare deve fare investimenti coerenti con l'orizzonte temporale che il risparmiatore si è dato. In altre parole, occorre abbinare ad ogni esigenza specifica un portafoglio specifico che deve tenere conto dell'orizzonte temporale ma anche del profilo di rischio che il risparmiatore è in grado di sopportare.

In definitiva, occorre che il risparmiatore prenda l'abitudine a "spacchettare" il proprio capitale finanziario in tanti pacchetti quante sono le esigenze da soddisfare. Mentre, come è noto, la nostra mente ci porta a considerare il nostro capitale finanziario nel suo insieme e costruiamo portafogli di investimento per il controvalore totale, senza distinguere le diverse esigenze del singolo o della famiglia.

Nella tabella, è riportato anche il "grado di rilevanza" di ogni

determinata esigenza. Potrebbe sembrare un esercizio inutile, in realtà indicare quanta importanza riveste il raggiungimento di quel determinato obiettivo potrebbe tornare utile nel momento che risorse economiche della famiglia non siano sufficienti a soddisfare tutte le mie esigenze, in tal caso le risorse economiche dovrebbero essere concentrate su quei obiettivi prioritari o che hanno maggiore rilevanza.

Ma torniamo all'importanza dell'orizzonte temporale. Se devo acquistare un'automobile entro un anno perché quella che possiedo è troppo vecchia e non è più adatta all'utilizzo di cui ho bisogno, l'impiego del mio denaro destinato all'acquisto dell'auto – per ipotesi pari a 25 mila euro – ha un orizzonte temporale di breve periodo. Posso con questo importo acquistare un titolo azionario pensando che quel titolo abbia buone prospettive future? Direi proprio di no, perché le prospettive future per quell'investimento non sono coerenti con il mio obiettivo. Perché per definizione il mercato azionario rappresenta un *asset* rischioso e per ottenere i rendimenti attesi potrebbero necessitare diversi anni, con il rischio che i miei 25 mila euro al momento che mi reco dal concessionario per acquistare l'auto siano diventati 20 mila. In altre parole, lo strumento finanziario scelto non risponde all'esigenza personale.

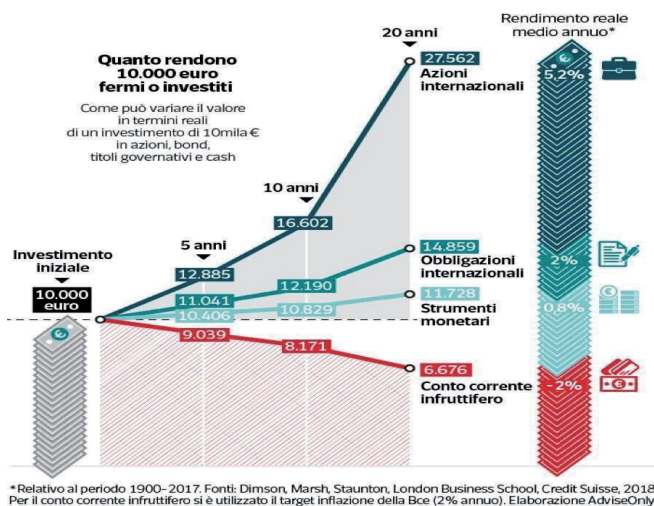
La dimostrazione di quanto affermato è rappresentata dal grafico riportato in basso relativo all'indice *MSCI world* che rappresenta l'indice del mercato azionario mondiale. In questo caso abbiamo preso un arco temporale che va dal 1987 al 2011, un periodo nel quale si sono concentrate due crisi dei mercati particolarmente forti; il 2001-2003 e il 2007-2009. Come si può ben vedere, nonostante i due forti cali il trend di lungo (in questo caso lunghissimo) periodo è comunque positivo. Pertanto se un ipotetico risparmiatore avesse investito nel 1987 con l'obiettivo, ad esempio, di costituire un patrimonio per la pensione avrebbe ottenuto un rendimento alquanto

soddisfacente a fronte di un livello di rischio assunto particolarmente alto, ma se lo stesso investimento lo avesse fatto con l'intento di comprare l'auto dopo un anno si sarebbe assunto dei rischi eccessivi con la possibilità di non centrare l'obiettivo e rinunciare all'esigenza di avere un'auto nuova.



Ipotizziamo ora che il nostro ipotetico risparmiatore abbia come esigenza quella di dare una adeguata istruzione (università, master, ecc..) ai propri figli quando saranno grandi e che al momento abbiano pochi anni. In questo caso l'orizzonte temporale dell'investitore si allunga notevolmente; ipotizziamo 15 anni.

È palese in questo caso che il risparmiatore possa impiegare il proprio denaro – che destina a questa esigenza – verso forme un po' più rischiose ma sicuramente più redditizie. È da ritenere, con alta probabilità, che in un periodo di riferimento così lungo, si possano ottenere rendimenti positivi, come dimostrato dal grafico sottostante (non quantificabili in linea teorica, in quanto strettamente legati alla tipologia degli strumenti finanziari che compongono il portafoglio).



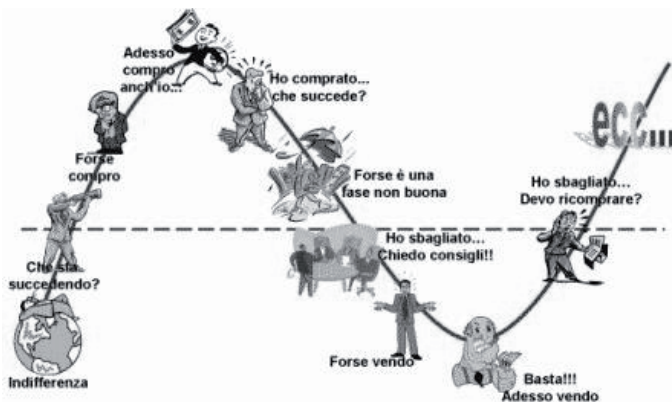
L'orizzonte temporale non è però un elemento fisso e immutabile poiché la finanza comportamentale ci dimostra che gli individui tendono spesso a modificare le proprie decisioni in corso d'opera in quanto la decisione presa in passato risulta meno attraente con il passare del tempo e quindi si potrebbe "cedere alle tentazioni" che portano poi al non raggiungimento dell'obiettivo che si era prefissato.

Per effettuare una adeguata pianificazione finanziaria è fondamentale tenere dei comportamenti "virtuosi" che permettono di rispettare i programmi effettuati in quanto solo in questa maniera è possibile ottenere risultati soddisfacenti dalla propria pianificazione finanziaria.

Qui sta il problema più grande, in quanto le ricerche nel settore hanno dimostrato che quei "pochi" risparmiatori che elaborano un piano finanziario per la famiglia, nella maggior parte dei casi non lo portano a termine. Ma perché non portano a termine ciò che hanno inizialmente ritenuto utile fare? Qui subentra la psicologia o meglio ancora torniamo alla "finanza comportamentale" ovvero quella disciplina che indaga

i comportamenti dei mercati finanziari includendo nei propri modelli i principi di psicologia legati al comportamento individuale e sociale.

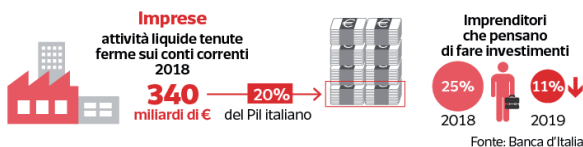
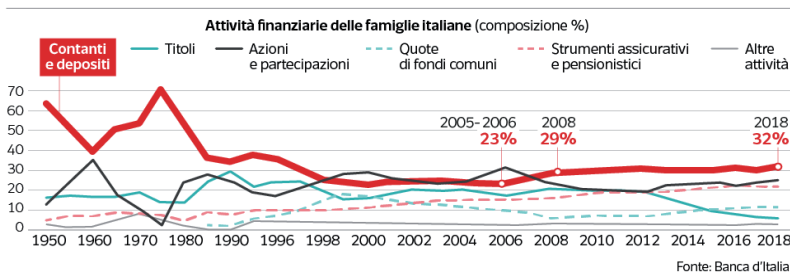
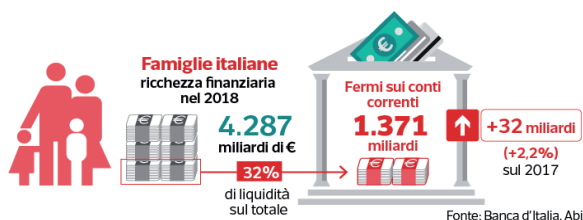
In realtà, tutti noi siamo fortemente influenzati dall'andamento dei mercati finanziari ed è noto che la prospettiva del risparmiatore tende sempre ad avere un orizzonte temporale di breve periodo; pertanto di fronte ad un mercato azionario fortemente ribassista come è accaduto, ad esempio, nel periodo 2008 – 2009, il risparmiatore tende a liquidare la posizione anche se si è dato un orizzonte temporale di lungo periodo, l'effetto “panico” prende il sopravvento sulla pianificazione. Il grafico seguente mostra, in modo divertente, come tende a comportarsi l'investitore di fronte all'andamento del mercato, comportandosi all'esatto contrario di quello che ci si attende, dimenticandosi “il perché” dell'investimento e quale esigenza doveva soddisfare e, la cosa più importante, quale orizzonte temporale si era dato.



Ma le famiglie italiane fanno pianificazione? In realtà la risposta non può che essere negativa, per due ordini di ragioni, molto collegate l'una con l'altra; la bassa educazione finanziaria e le incertezze economiche e politiche.

La mancata pianificazione fa sì che il risparmiatore italiano tenga gran parte dei propri risparmi in liquidità. Questa ten-

denza del risparmiatore italiana è ben riassunta dal seguente grafico, dove si evince che nel 2018 il 32% delle attività finanziarie dei risparmiatori italiani sono giacenti sul conto corrente e rimangono senza essere investiti per lungo tempo. La giacenza sui conti correnti di 1.371 miliardi è il segnale di un disorientamento, ma anche di un rifiuto di consulenza. Non è casuale che gli anni di maggiore crisi sono segnati anche da livelli di liquidità più significativi; uno per tutti, gli anni settanta, segnati dagli shock petroliferi del 1973 (guerra del Kippour) e 1979 (rivoluzione iraniana), ove si sono raggiunti livelli superiori al 70%.



I timori di carattere economici, ma anche paure sul futuro e sulla tenuta del sistema economico in generale è dimostrata dal fatto, al di là del dato assoluto, che il livello di liquidità dei risparmiatori italiani nel 2019 hanno raggiunto il massimo

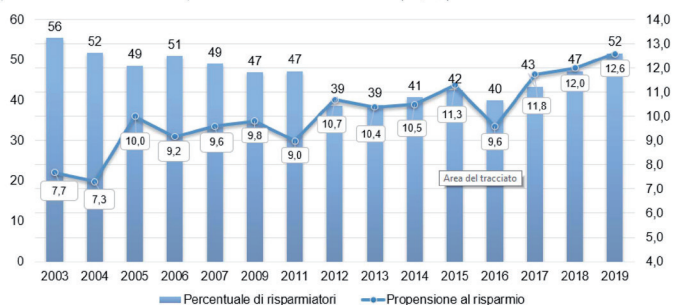
storico, come si evince da una recente indagine del Centro Einaudi, sintetizzata dal grafico seguente.

La naturale conseguenza è che, nonostante siamo un popolo di risparmiatori, non riusciamo a far fruttare i propri risparmi (grafico successivo), dove siamo all'ultimo posto sui rendimenti ottenuti dal proprio denaro.

Risparmiatori sopra il 50% del campione

4

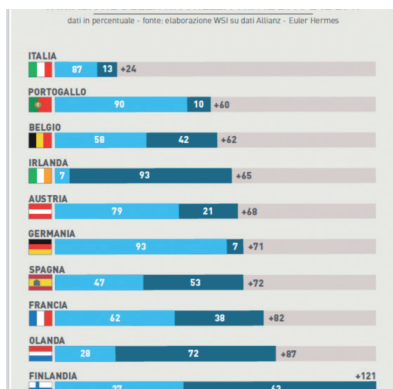
La percentuale di reddito risparmiato è ai massimi storici (12,6%).



Fonte: Indagine Centro Einaudi, Intesa Sanpaolo, Doxa



INTESA SANPAOLO



Gli italiani sono grandi risparmiatori ma non riescono a far fruttare quanto accantonato. In quindici anni la loro ricchezza finanziaria è cresciuta di un misero 24%

Secondo la società di gestione Usa siamo in fondo alla classifica perché lo sguardo degli italiani è focalizzato al breve termine e meno al lungo termine. Solo il 43% delle persone

ha iniziato a risparmiare per la pensione, ancora una volta il dato più basso a livello globale. Il mancato ricorso ad un adeguato livello di pianificazione finanziaria e di una visione di lungo termine si riflette anche nel modo in cui viene affrontato il mondo degli investimenti. Dalla ricerca emerge che il 78% degli italiani si sente un risparmiatore piuttosto che un investitore. Si tratta di un dato superiore di ben 9 punti rispetto alla media globale (69%). Questo approccio al denaro si riflette nella composizione del patrimonio: tre italiani su quattro (75%) tendono ad accumularlo sui depositi bancari. Quelli che invece diversificano le loro disponibilità sui mercati finanziari (47%) privilegiano nel 24% dei casi le azioni, nel 21% gli immobili, nel 18% le obbligazioni e nel 12% i fondi monetari.

4. Liquidità, Riserva, Investimento, Previdenza.

Nel pianificare, come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, il risparmiatore esplicita delle esigenze e degli obiettivi che possono avere scadenze diverse; in definitiva “un orizzonte temporale” per ognuno degli obiettivi.

Volendo cercare di rendere più semplice la distinzione per i diversi orizzonti temporali possiamo distinguere in quattro “macro-orizzonti” che corrispondono in liquidità, riserva, investimento e previdenza.

La liquidità è l'ammontare di risorse che si ritiene molto probabile dover spendere in un arco temporale di brevissimo periodo al fine di far fronte alle spese ordinarie di tutti i giorni. Proprio per questo motivo la liquidità si differenzia molto da persona a persona in quanto le variabili che la influenzano sono molteplici (es. single o sposato/a, casa in affitto o di proprietà, numero di figli, professione svolta, tenore di vita, etc.) e solitamente tali tipologie di risorse sono formate dal denaro contante e dalle risorse ferme in conto corrente.

Il termine liquidità può essere confuso con quello di liqui-

dabilità di uno strumento finanziario. Con questa accezione intendiamo la velocità con cui un investimento può essere tramutato in denaro corrente senza andare incontro a perdite consistenti ovvero che permettano una uguaglianza tra il valore intrinseco delle risorse e l'ammontare di moneta che sarà convertita in denaro prontamente spendibile.

Seguendo questa metrica di ragionamento, quando investiamo del denaro in qualcosa, tale investimento potrà distinguersi in base alla liquidabilità dello stesso differenziando gli investimenti in liquidi (prontamente monetizzabili) come ed es. una azione quotata nei mercati regolamentati e illiquidi (non prontamente monetizzabili) come un appartamento. È quindi importante fare molta attenzione nel distinguere i termini liquidità e liquidabilità che possono essere facilmente intesi come sinonimi ma che invece riservano delle profonde differenze a livello di significato.

A differenza della liquidità intesa come risorse che si ritiene di dover consumare per le spese ordinarie, si contrappone la riserva, ovvero la parte di patrimonio che si pensa dover spendere per affrontare spese di tipo straordinario e in qualche modo impreviste, come ad esempio le riparazioni del tetto, meccanico per la rottura della macchina, etc. Come la liquidità, anche la riserva non è caratterizzata da un ammontare di denaro prestabilito per tutti ma dipende sempre da molteplici variabili. Mentre la liquidità deve essere prontamente spendibile e quindi detenuta principalmente in conto corrente, la riserva potrebbe essere investita in strumenti con orizzonte temporale breve/medio periodo con un discreto livello di liquidabilità poiché è altamente improbabile che avremo bisogno del suo complessivo ammontare in maniera immediata. Per quanto riguarda il concetto di investimento, questo rappresenta l'ammontare del patrimonio destinato ad esigenze e bisogni di lungo periodo, pertanto è presumibile che il risparmiatore potrà destinare l'importo ad impieghi che siano

il più possibile profittevoli in termini di rendimento e che, pertanto, potrà sopportare un rischio maggiore proprio per il periodo di tempo a disposizione, tenendo conto tuttavia del profilo di rischio dell'investitore stesso.

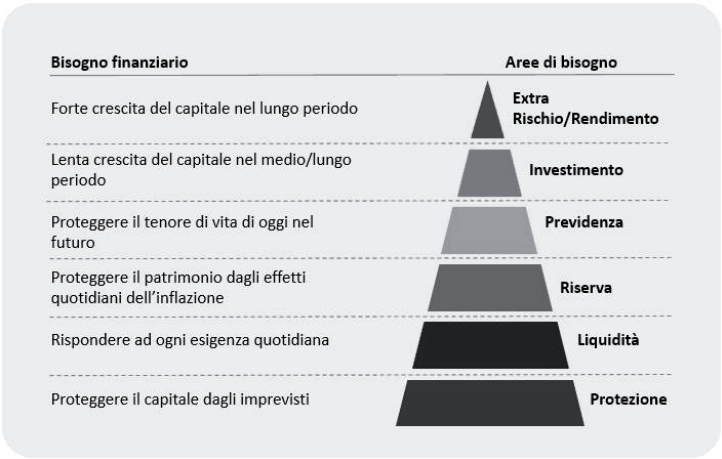
Per quanto riguarda la previdenza, questa non è altro che una attività svolta allo scopo di assicurare i mezzi materiali di sopravvivenza e l'assistenza necessaria quando vengono a trovarsi in condizioni di bisogno. La previdenza o anche il sistema previdenziale nella società svolge quindi una molteplicità di funzioni e può assumere varie modalità di funzionamento (si veda il prossimo capitolo). In primo piano mettiamo la funzione di previdenza pura che garantisce a ciascun lavoratore adeguate risorse finanziarie quando questo si troverà in condizione di non lavorare più a causa per esempio del pensionamento raggiunta una determinata età oppure a causa di una invalidità che gli impedisce di generare reddito da lavoro. A fianco alla funzione pura della previdenza si affianca anche una funzione assicurativa in quanto il sistema previdenziale permette di differire parte del proprio risparmio attuale, versato mediante dei contributi, trasferendolo nel futuro con l'obiettivo di diminuire le incertezze e attenuare anche in parte i rischi relativi al risparmio individuale.

Un'altra funzione del sistema previdenziale, in questo caso a carico del settore pubblico, è quello assistenziale in quanto questo garantisce a tutte le persone ritenute anziane anche un livello minimo di sussistenza nel caso in cui tali individui, durante l'età lavorativa non abbiano versato nessun contributo, al fine di evitare situazioni di povertà e disagio sociale e garantendo comunque una dignità a tutte le persone.

Viene realizzata, anche una funzione redistributiva che, senza entrare troppo nel dettaglio, opera un trasferimento di risorse tra differenti categorie di lavoratori all'interno di una stessa generazione o addirittura in alcuni casi anche da generazioni presenti alle generazioni future.

Sia la funzione assicurativa, che quella previdenziale svolgono dei compiti di equità sociale, e sono quindi affidate allo Stato che finanzia tali sistemi attraverso prelievo fiscale e spesa pubblica. Le funzioni redistributiva e assistenziale trovano ragione invece nella capacità di produrre reddito delle persone e quindi per questo preciso motivo possono essere sia svolte dallo Stato grazie alla previdenza pubblica ma anche dal settore privato attraverso i sistemi di previdenza complementare. La trattazione della previdenza avverrà in maniera più specifica nel capitolo successivo, ci siamo qui limitati a menzionarla per completezza.

Per migliorare la comprensione dei temi trattati nel paragrafo può risultare utile questa immagine al fine di comprendere le varie tipologie di bisogni:



La cima della piramide esprime il bisogno di generare extra rendimento, ovvero, quando tutti i bisogni di sicurezza sono stati soddisfatti. Questa ultima linea di bisogni non è presente per tutti gli individui ma solo quelli che dopo aver soddisfatto tutte le esigenze dei precedenti piani della piramide hanno ancora delle risorse e quindi sono anche disposti a rischiare somme a fini speculativi.

5. Tutela patrimoniale, pianificazione del passaggio generazionale.

Nel concetto di pianificazione finanziaria come l'abbiamo definita nelle pagine che precedono, con il trascorrere degli anni è diventata sempre più di attualità iniziare a pensare anche a quello che viene definito "il dopo di noi", ovvero predisporre una strategia anche per il passaggio generazionale. La sensibilità su questo tema è cresciuta progressivamente a seguito dell'evoluzione delle normative in materia di successione, alla crisi dei mercati e al timore dell'inasprimento delle aliquote fiscali.

La mancanza di qualsiasi strategia espone gli eredi al rischio di contenzioso e purtroppo il cittadino italiano non ha, per molteplici ragioni, l'abitudine a pianificare il passaggio generazionale del patrimonio. Basti pensare che in Italia solo l'8% delle persone redige un testamento, nella convinzione che la legislazione sia sufficiente ed esaustiva per una distribuzione dei beni tra i propri cari; infatti, il codice civile, come vedremo in seguito, in assenza di testamento o altro strumento di pianificazione successoria, stabilisce in modo dettagliato i diritti economici degli eredi.

Prima di addentrarci su gli strumenti che l'ordinamento italiano mette a disposizione, occorre fare un breve accenno al regime patrimoniale dei coniugi, che rappresenta, un passaggio propedeutico alla vera e propria pianificazione successoria.

Il regime legale che si applica al momento del matrimonio è quello della comunione legale dei beni in cui i beni acquistati durante il matrimonio diventano comuni ad entrambi i coniugi anche se l'acquisto è avvenuto da parte di uno solo di questi e il relativo utilizzo richiede sempre il consenso dell'altro coniuge.

La comunione legale può avere ad oggetto quindi gli acquisti dei coniugi compiuti dopo il matrimonio, le aziende da que-

sti gestite e costituite dopo il matrimonio, i frutti dei beni di ciascun coniuge e gli utili e incrementi di valore delle aziende costituite prima del matrimonio. Tutti gli altri elementi non menzionati precedentemente come ad esempio i beni che il coniuge possedeva prima del matrimonio restano di sua proprietà esclusiva. Senza addentrarci troppo all'interno della legislazione che disciplina la comunione legale dei beni possiamo dire che a livello di tutela del patrimonio questa non risulta essere una scelta lungimirante se confrontata con il regime di separazione dei beni.

Questo regime a differenza del primo permette di conservare la titolarità dei beni acquistati sia prima che dopo il matrimonio il cui diritto di godimento e amministrazione resta al proprietario che se vuole però può concedere all'altro coniuge tramite una procura. Nel regime di separazione è possibile anche cointestare un bene, cosa che può avvenire al momento dell'acquisto indicando anche la quota di comproprietà e comunque sia è garantito che in base alle necessità entrambi i coniugi provvedano a contribuire alle spese in base alle proprie possibilità.

Osserviamo che la separazione dei beni può garantire comunque una serie di tutele ed essere comunque estesa ad una maggiore compartecipazione dei coniugi ma che comunque sia in caso di crisi familiare, permette di ridurre le controversie poiché il patrimonio è già separato. Dello stesso parere sono anche le famiglie italiane che nella maggioranza dei casi scelgono il regime della separazione e le motivazioni sono le seguenti:

Motivazione della separazione dei beni per durata del matrimonio (Fonte ISTAT 2017)	Percentuale
Più semplice gestione dei beni	39,1%
Più semplice gestione eredità	21,3%
È giusto disporre proprie entrate	22,1%
Minor problemi in caso di separazione	11,4%
Altro	6,20%
Totale	100,0%

Tuttavia, nel momento che si decide di porre in essere una pianificazione di carattere successorio, occorre individuare gli strumenti che l'ordinamento italiano ci mette a disposizione, che possiamo individuare tra i seguenti:

- Legge (successione legittima)
- Testamento (successione testamentaria)
- Polizza vita

Per quanto riguarda il primo strumento, ovvero la successione legittima, in assenza di qualsiasi strategia, la legge decide al posto nostro, stabilendo a chi va la nostra eredità, nel modo stabilito dalla tabella seguente.

Eredi	Quota spettante
Coniuge, in assenza di figli, genitori e fratelli	100%
Coniuge e un figlio	• 50% al coniuge più diritto di abitazione • 50% al figlio
Coniuge e più figli	• 33,33% al coniuge più diritto di abitazione • 66,66% ai figli ripartita in quote uguali
Un figlio	• 100%
Più figli	• 100% da ripartirsi in quote uguali
Coniuge e genitori	• 66,66% al coniuge più diritto di abitazione • 33,33% ai genitori ripartita in quote uguali
Coniuge e uno o più fratelli	• 66,66% al coniuge più diritto di abitazione • 33,33% ai fratelli ripartita in quote uguali
Coniuge, genitori e uno o più fratelli	• 66,66% al coniuge più diritto di abitazione • 25% ai genitori ripartita in quote uguali • 8,33% ai fratelli ripartita in quote uguali
Genitori	• 100% da ripartirsi in quote uguali
Genitori e fratelli	• 50% ai genitori ripartita in quote uguali • 50% ai fratelli ripartita in quote uguali
Fratelli	• 100% da ripartirsi in quote uguali
Altri parenti fino al sesto grado	• 100% da ripartirsi in quote uguali con precedenza ai parenti più vicini

In questa tabella sono raffigurate le varie casistiche che possono presentarsi a seconda del grado di parentela che sopravvivono al *de cuius* (colui che lascia il patrimonio in eredità). Tuttavia, anche nell'ipotesi che il *de cuius* voglia pianificare la successione, l'ordinamento, al fine di tutelare i gradi di parentela più prossimi, stabilisce una quota che è indisponibile (quota di legittima). Le quote di legittima e quelle indisponibili sono rappresentate nella tabella sottostante.

Eredi	Quota legittima	Quota disponibile
Coniuge	50% più diritto di abitazione	50%
Coniuge e un figlio	33,33% più diritto di abitazione al coniuge 33,33% al figlio	33%
Coniuge e più figli	25% più diritto di abitazione al coniuge 50% ai figli ripartita in quote uguali	25%
Un figlio	50%	50%
Più figli	66,66% ripartita in quote uguali	33%
Coniuge e genitori	50% più diritto di abitazione al coniuge 25% ai genitori ripartita in quote uguali	25%
Genitori	50%	50%

All'apertura della successione potrebbe accadere che alcuni eredi potrebbero avere il sospetto che sia stata lesa la quota di legittima, in quanto il *de cuius* in vita ha disposto dei propri beni oltre la quota disponibile.

In questo caso subentra l'istituto della collazione. Questa è un istituto relativo alla divisione ereditaria ed ha lo scopo di individuare esattamente la massa ereditaria da dividere, facendovi rientrare anche i beni che vi sono usciti per effetto di donazioni fatte in vita dal defunto.

Con la collazione chi ha ricevuto dei beni per donazione (figli, i loro discendenti e il coniuge), ha l'obbligo di conferire nell'asse ereditario quanto ricevuto, al fine di formare le porzioni come dalla tabella di cui sopra.

La collazione è quindi l'atto con cui i figli, i loro discendenti e il coniuge del defunto, conferiscono alla massa ereditaria – intesa come l'insieme dei beni che saranno oggetto di eredità – tutti i beni mobili e immobili ricevuti a titolo di donazione dal defunto quando questi era in vita.

Le donazioni fatte dal defunto quando era in vita possono infatti incidere anche significativamente sia sul complesso dei beni lasciati dal defunto, sia, di conseguenza, sull'entità delle porzioni di beni spettanti a ciascuno degli eredi. Con la collazione, la legge intende pertanto ripristinare, a favore dei parenti più stretti del defunto, l'uguaglianza di trattamento nella ripartizione del patrimonio ereditario.

La collazione non ha luogo quando il *de cuius* abbia dispensato dall'obbligo di collazione od imputazione il soggetto che ha ricevuto la donazione. In tal caso, la successione e la divisione si svolgono come se il bene oggetto di donazione dispensata non vi fosse mai stato (nella successione).

Naturalmente la dispensa è valida ed efficace solo nei limiti della quota disponibile, infatti restano ferme le norme sull'intangibilità della legittima, sicché anche se non soggetto a collazione od imputazione il valore del bene dovrà essere pur sempre conteggiato con una riunione fittizia dei beni per conoscere se la concessa dispensa da collazione od imputazione ne copre il valore, e in che misura il bene donato influisce per la determinazione delle quote di legittima e

disponibile. Ma quali donazioni sono escluse dalla collazione?

- Le spese ordinarie effettuate nei confronti dei figli ad es. per mantenimento, istruzione, educazione, malattia, abbigliamento etc.
- Le donazioni di modico valore effettuate nei confronti del coniuge (il modico valore è determinato in relazione al patrimonio in eredità)
- Le cose perite per causa non imputabile al donatario.

Invece come sopra accennato sono soggette a collazione tutte le spese del *de cuius* a favore dei discendenti per assegnazioni fatte a causa di matrimonio, per l'avviamento alla professione etc. e anche i beni conferiti nel fondo patrimoniale.

Una volta espletata la collazione occorre procedere alla riduzione. Quest'ultima è la forma di tutela riconosciuta ai legittimari per ottenere giudizialmente la quota di legittima così come determinata dall'articolo 556 del codice civile.

La riduzione è riconosciuta dal codice civile ai soli legittimari: stretti congiunti del defunto a cui la legge riconosce particolari diritti e quote sul patrimonio del defunto. L'azione di riduzione spetta anche agli eredi ed agli aventi causa dei legittimari. Si tratta di un'azione che ha la natura di accertamento costitutivo.

Nel momento in cui la quota legittima viene pregiudicata la legge riconosce ai legittimari il diritto alla reintegrazione della quota a loro riservata (art. 553 e ss. c.c.). Il diritto all'azione di riduzione si prescrive entro 10 anni la morte del *de cuius* e può essere esercitata nei confronti di qualunque donatario da tutti i legittimari (compresi gli ascendenti a differenza della collazione) attraverso un atto di citazione. I legittimari possono altresì rinunciare al diritto alla riduzione ma solo dopo l'apertura della successione.

Sino a questo punto abbiamo fatto riferimento al primo degli strumenti a disposizione per la pianificazione successoria,

ovvero la successione disposta dalla legge, ma si è detto che questa si applica esclusivamente quando il *de cuius* non ha fatto alcunché. Si è altrettanto detto, però, che esistono altre possibilità al fine di una efficacia pianificazione successoria.

Il più conosciuto, ovviamente, è il testamento. Tuttavia, anche in questo caso le alternative sono più di una. In primo luogo, vi è il testamento pubblico, cioè redatto davanti un notaio con due testimoni il cui vantaggio è quello della conservazione agevole e la consulenza notarile ma che ha comunque dei costi.

Essendo appunto un atto pubblico, redatto da un pubblico ufficiale, è più “resistente” alla possibilità di essere impugnato e, quindi, con il testamento pubblico diminuisce sensibilmente il contenzioso.

Altra possibilità, ma statisticamente meno utilizzata è il cosiddetto testamento segreto. In questo caso le disposizioni testamentarie, vengono consegnate ad un notaio, in busta chiusa sempre alla presenza di due testimoni. Anche questo ha il vantaggio della facile conservazione e in più, rispetto a quello pubblico anche la segretezza del contenuto, che rimane sconosciuto sino al momento della successione, è appunto di contenuto segreto ma presenta comunque dei costi.

Ultima tipologia di testamento è quello che viene definito olografo, ovvero redatto di proprio pugno dal testatore che deve contenere firma e data certa, pena la nullità del testamento anche se scritto con il computer ma firmato e datato dal testatore. Il vantaggio di questa forma di testamento sta nell'assenza di qualsiasi costo, ma pone un problema di conservazione dello stesso e lo espone ad un rischio elevato di contenzioso.

Altro strumento di pianificazione successoria è la polizza vita, in quanto la legge riconosce alla polizza dignità testamentaria. Infatti, lo strumento assicurativo prevede la designazione, da parte del contraente, del beneficiario caso morte.

Ovviamente, anche in questo caso, il testatore dovrà necessariamente attenersi alla quota disponibile. I beneficiari della polizza possono coincidere o meno con gli eredi legittimi o testamentari. Nel caso in cui non ci sia coincidenza, gli eredi non possono rivalersi sui beneficiari della polizza caso morte per ricevere l'indennità derivante dal contratto. I beneficiari potrebbero essere chiamati solo a restituire i premi pagati laddove risultassero lesi i diritti degli eredi legittimi.

Particolarmente illuminante è stata la sentenza della Corte di Cassazione n. 26606 del 2016, che è intervenuta a fare chiarezza sull'argomento affermando che *“nel contratto di assicurazione per il caso di morte, il beneficiario designato acquista, ai sensi dell'art. 1920, comma 3, c. c., un diritto proprio che trova la sua fonte nel contratto e che non entra a far parte del patrimonio ereditario del soggetto stipulante e non può, quindi, essere oggetto delle sue disposizioni testamentarie né di devoluzione agli eredi secondo le regole della successione legittima”*.

Se eredi e beneficiari coincidono, comunque l'indennità della polizza va esclusa dall'asse ereditario. È possibile che nel contratto, alla voce “beneficiari”, il contraente abbia scelto di indicare, in maniera generica, gli eredi legittimi o testamentari. Questa dicitura, secondo la stessa sentenza della Cassazione, *“non vale ad assoggettare il rapporto alle regole della successione ereditaria”*.

In ogni caso, dunque, le somme erogate in virtù del contratto assicurativo non rientrano tra i beni trasmessi agli eredi e pertanto non possono essere soggette alle imposte di successione.

La designazione del beneficiario (che è efficace anche se il beneficiario è determinato solo genericamente e che può essere fatta nel contratto di assicurazione, con successiva dichiarazione scritta comunicata all'assicuratore o per testamento) è un atto unilaterale a favore di un terzo ed è un atto tra vivi,

con la conseguenza che il beneficiario acquista, per effetto della designazione, un diritto proprio nei confronti dell'assicurazione. Il diritto al pagamento all'indennità non è acquistato a titolo di legato o di quota ereditaria, ma *iure proprio* sulla base della promessa fatta dall'assicuratore di pagare il capitale al verificarsi dell'evento assicurato.

Come per il testamento olografo, anche in questo caso il testatore potrà cambiare il beneficiario senza ricorrere ad un atto pubblico, abbassando i costi dell'operazione. La polizza, tuttavia, presenta lo svantaggio che attraverso tale strumento si può disporre soltanto per le attività finanziarie e non, ad esempio, per i beni immobili, preziosi, ecc.

Le polizze assicurative non rientrano nell'asse ereditario. Lo si evince dall'articolo 1920 del Codice Civile che, nel disciplinare l'assicurazione a favore di un terzo, stabilisce che, per effetto della designazione, il terzo acquista un diritto proprio ai vantaggi dell'assicurazione.

Quando nella polizza sono stati designati quali beneficiari caso morte gli eredi legittimi dell'assicurato, tali soggetti rimangono precisamente identificabili alla data del decesso, anche in presenza di un testamento che attribuisca agli eredi testamentari il patrimonio relativo all'asse ereditario. Se nella polizza sono designati quali beneficiari caso morte gli eredi legittimi o testamentari, per il fatto che gli eredi testamentari vengono chiamati in causa, il testamento attribuisce il beneficio anche se non vi è un riferimento alla polizza. Quando ad essere designati sono una o più persone specifiche, sussiste la facoltà, ex articolo 1921 c.c., di revocare tale designazione, nominando un nuovo beneficiario, purché nel testamento il contraente faccia riferimento alla somma assicurata o alla polizza.

L'obbligazione di pagamento che grava sull'assicuratore discende esclusivamente dal contratto di assicurazione e dalla designazione del beneficiario. Concretizzando il mero mo-

mento di consolidamento del diritto già acquisito *inter vivos*, la morte dell'assicurato conferisce effettività ad un diritto preesistente e non *mortis causa*.

Il beneficiario è tale in virtù dell'accordo stipulato con l'assicuratore al momento della sottoscrizione della polizza vita e non già sulla base della partecipazione all'asse ereditario. La somma corrisposta a seguito del decesso dell'assicurato non cade in successione, non è soggetta ad imposta di successione e non si computa per formare la quota per gli eredi e per calcolare se vi sia lesione di legittima.

Gli eredi del contraente non possono rivalersi su questa somma per soddisfare i loro diritti: il beneficiario può essere tenuto solo a restituire ai legittimari, che risultassero lesi, l'ammontare dei premi pagati dal dante causa.

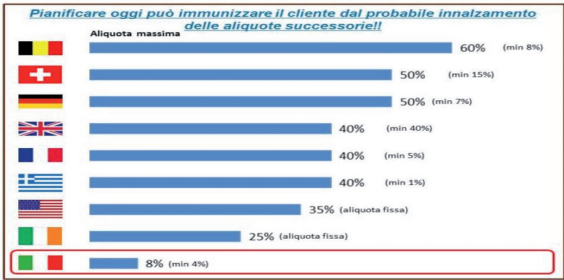
Grado di parentela	Franchigia esente	Aliquote sull'eccedente
Coniuge e parenti in linea	1 milione €	4%
Fratelli e sorelle	100 mila €	6%
Altri parenti fino al 4 grado	Nessuna franchigia	6%
Altri soggetti	Nessuna franchigia	8%

Una volta fatto un breve *excursus* agli strumenti messi a disposizione dal legislatore per quanto riguarda una efficace pianificazione successoria è importante, a nostro avviso, introdurre l'aspetto fiscale. Un tema molto controverso è che per almeno un ventennio è stato oggetto di un acceso dibattito politico, in quanto se è vero che la famiglia italiana è tra le più capitalizzata al mondo, l'aspetto fiscale è particolarmente sentito dal risparmiatore italiano. Per queste ragioni, nel corso degli ultimi anni, le aliquote fiscali in materia successoria

hanno conosciuto un travagliato *iter* di continue riforme sino a giungere all’attuale assetto descritto dalla tabella sottostante:

Soggetti	Ammontare dell'imposta
Coniuge Figli Genitori	Franchigia per ogni erede: 1.000.000 euro • oltre la franchigia: 4%
Fratelli e sorelle	Franchigia per ogni erede: 100.000 euro • oltre la franchigia: 6%
Parenti sino al 4° grado (diversi da fratelli e sorelle): affini in linea retta, affini in linea collaterale sino al 3° grado	6%
Altri familiari e soggetti estranei alla famiglia	8%
Portatori di handicap (riconosciuto grave ai sensi della legge 5.2.1992 n. 104)	Franchigia per ogni erede: 1.500.000 euro • oltre la franchigia: se coniuge o parente in linea retta: 4% se parente sino al 4° grado, affine in linea retta, o affine in linea collaterale entro il 3° grado: 6% negli altri casi: 8%

Tuttavia, il livello di tassazione sulle successioni in Italia è sicuramente tra quelli più bassi se comparato a livello internazionale e le ragioni della bassa imposizione nel nostro paese sono da attribuire alla storica propensione al risparmio delle famiglie. Tuttavia, a fronte di un debito pubblico particolarmente elevato e la difficoltà a reperire risorse da altre fonti, è altamente probabile che nei prossimi anni l’Italia si allineerà agli altri paesi europei.



6. La valutazione dei rischi del portafoglio

Sino ad ora abbiamo visto – se pur in modo sintetico – come si fa una pianificazione finanziaria e il passaggio successivo

sta nel costruire un portafoglio di investimento. Operazione per nulla semplice, in primis perché dobbiamo valutare i rischi del portafoglio, tenendo conto del profilo di rischio dell'investitore.

In primo luogo occorre tener conto della distinzione tra rischio specifico e rischio sistematico. Il rischio specifico dipende dalle caratteristiche peculiari dell'emittente e può essere diminuito sostanzialmente attraverso la suddivisione del proprio investimento tra titoli emessi da emittenti diversi (diversificazione del portafoglio), mentre il rischio sistematico rappresenta quella parte di variabilità del prezzo di ciascun titolo che dipende dalle fluttuazioni del mercato e non può essere eliminato per il tramite della diversificazione.

Il rischio sistematico per i titoli di capitale trattati su un mercato organizzato si origina dalle variazioni del mercato in generale; variazioni che possono essere identificate nei movimenti dell'indice del mercato. Il rischio sistematico dei titoli di debito si origina dalle fluttuazioni dei tassi d'interesse di mercato che si ripercuotono sui prezzi (e quindi sui rendimenti) dei titoli in modo tanto più accentuato quanto più lunga è la loro vita residua; la vita residua di un titolo ad una certa data è rappresentata dal periodo di tempo che deve trascorrere da tale data al momento del suo rimborso.

Quando si parla di rischio emittente è fondamentale apprezzare la solidità patrimoniale delle società emittenti e le prospettive economiche delle medesime tenuto conto delle caratteristiche dei settori in cui le stesse operano. Con riferimento alle obbligazioni (titoli di debito; si veda il capitolo 4). Con riferimento ai titoli di debito, il rischio che le società o gli enti finanziari emittenti non siano in grado di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale prestatato si riflette nella misura degli interessi che tali obbligazioni garantiscono all'investitore. Quanto maggiore è la rischiosità percepita dell'emittente tanto maggiore è il tasso d'interesse

che l'emittente dovrà corrispondere all'investitore.

Oltre a questi rischi che abbiamo definito sinteticamente vi sono altri rischi da tener conto. Si fa riferimento, ad esempio, il rischio valuta; se compro un titolo quotato nella borsa statunitense, devo tener conto che quotato in dollari, e quindi l'oscillazione del rapporto dollaro/euro incide sul mio investimento. Se compro un fondo comune obbligazionario globale, devo essere cosciente che sono in portafoglio titoli obbligazionari di diverse valute.

Non bisogna sottovalutare, inoltre, quello che viene definito il rischio di interesse. Una variazione del livello dei tassi durante vita del prestito obbligazionario provoca due effetti: un "effetto reinvestimento" (possibilità di investire la liquidità liberata ad un tasso superiore, positivo per rialzo tassi) e un "effetto valore" (valore titoli ottenuto scontandone i payoff periodici al tasso di rendimento effettivo, negativo per rialzo tassi).

Pertanto incorrono nel rischio di tasso di interesse i detentori di obbligazioni ed in particolare i detentori di obbligazioni a tasso fisso: un aumento nei tassi di interesse (superiore ai tassi di interesse pagati sulle obbligazioni) comporta pertanto un deprezzamento delle stesse. Si individua infatti una correlazione inversa tra prezzo e rendimento del titolo a scadenza, rappresentata da una curva (nota come curva prezzo-rendimento) ad inclinazione decrescente.

Una misura del rischio di volatilità di un'obbligazione a tasso fisso è costituita dalla *duration*: essa esprime la sensibilità del prezzo di un titolo a variazioni inattese dei tassi di interesse. Quanto più è basso il valore della *duration*, tanto meno ci si aspetta un'elevata volatilità e quindi una bassa esposizione del titolo a sbalzi nei tassi. Quanto più lunga è la vita del titolo, tanto maggiore sarà la *duration*; quanto maggiore è il valore degli interessi cedolari e del rendimento a scadenza, tanto minore sarà la *duration*. Quanto più l'investimento è a lungo

termine (obbligazione a lunga scadenza), tanto maggiore è il rischio di tasso di interesse ad esso legato.

Il grafico sottostante mostra l'andamento del BTP scadenza 1° febbraio 2034, cedola 4%, un titolo di Stato che nell'immaginario rappresenta un investimento sicuro ma, invece, molto sensibile ai tassi di interesse proprio per la durata particolarmente lunga; tanto da avere una volatilità particolarmente alta, passando da un prezzo di 138 a 103 nell'arco di 3 anni.



Per concludere sulla gamma dei rischi, occorre spendere due parole sul cosiddetto Bail-in. La crisi economica del 2008 ha determinato la crisi del sistema bancario; Le banche in difficoltà sono state salvate con soldi pubblici in tutta Europa.

La normativa nasce nel 2013, direttiva europea BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) che introduce in tutti i paesi europei regole armonizzate per prevenire e gestire le crisi delle banche, al fine di non gravare, in caso di risoluzione bancaria, sui già dissestati bilanci pubblici.

La disciplina del Bail-in prevede il seguente principio: chi investe in strumenti finanziari più rischiosi deve sostenere, prima di altri soggetti, le eventuali perdite. Pertanto, i possessori di azioni, in primis, ma a seguire obbligazioni subordinate,

obbligazioni ordinarie e infine i conti correnti per l'importo eccedente i 100 mila euro in caso di risoluzione dell'istituto bancario potrebbero perdere i propri risparmi. Non possono essere toccati, quindi, da prelievo forzoso i depositi fino a 100.000 euro, esclusi dal salvataggio interno, che invece rimangono tutelati dai fondi interbancari degli Stati membri.

Non sono poi ovviamente toccati i patrimoni dei clienti (come azioni, obbligazioni, titoli di fondi) che la banca ha in gestione o in amministrazione. La direttiva introduce la riduzione o la conversione in azione degli strumenti di capitale (il cosiddetto write-down).

La responsabilità grava sui soli soggetti aventi rapporti diretti con l'ente, evitando il coinvolgimento dei contribuenti, i cui fondi non saranno più impiegati per colmare i buchi degli istituti privati; lo stato interverrà solo in extremis (art. 56) se è messa in pericolo la stabilità finanziaria o l'interesse pubblico, e mai con finanziamenti a fondo perduto: gli strumenti di sostegno pubblico al capitale sono la partecipazione al capitale sociale (art. 57 e la proprietà pubblica temporanea (art. 58).

Ma come abbassare il rischio di un portafoglio? È noto da tutti che è fondamentale ricorrere in primis al principio della diversificazione degli investimenti. La moderna teoria del portafoglio (H. Markowitz, 1952) suggerisce di diversificare gli investimenti, cioè di investire in attività con basse correlazioni di rendimento. Markowitz ha mostrato che facendo ciò è possibile ottenere maggiori rendimenti con lo stesso rischio di portafoglio totale rispetto all'impiegare tutto nell'investimento con il massimo rendimento atteso con un certo livello di rischio. Tuttavia, la teoria di Markowitz funziona solo se l'investitore è razionale, cosa che accade raramente. Infatti, la finanza comportamentale ci insegna che difficilmente l'investitore ha un approccio di questo tipo.

Uno dei motivi per cui l'investitore non diversifica: l'ottimismo eccessivo; una seconda causa è sicuramente l'*abitudi-*

narietà, ovvero la preferenza per ciò che è conosciuto. Se è vero che l'abitudine consente un risparmio dell'attività intellettuale necessaria a valutare nuove esperienze, essa può rappresentare un forte ostacolo cognitivo se ci costringe a preservare comportamenti, convinzioni e valori non più utili a migliorare la qualità della vita.

Abitudine significa anche pensare di investire sempre e comunque con una determinata allocazione delle proprie risorse, senza tener conto dei mutamenti delle condizioni del mercato e della propria situazione.

Oggi con la globalizzazione dei mercati, delle economie e con il crescente sviluppo tecnologico, tutti fattori che rendono i mercati finanziari alquanto interdipendenti, la diversificazione è diventata molto più complessa che in passato. Investire in più aree geografiche, come si riteneva qualche tempo fa, oggi non più è sufficiente ad abbassare il rischio ma occorre diversificare anche in strumenti finanziari, orizzonte temporale, settori merceologici, come riassunto nella tabella sottostante.



CAPITOLO 2

LA PREVIDENZA PUBBLICA E PRIVATA

di Paolo Polimanti, Federico Moriconi

1. I sistemi pensionistici pubblici: a capitalizzazione e a ripartizione

L'obiettivo di questo capitolo non è tanto quello di fare una disamina dei sistemi previdenziali pubblici, non è questa la sede e non possiamo farlo in poche pagine, in quanto il tema è articolato e non sempre di facile comprensione, soprattutto per chi si avvicina per la prima volta al tema alla materia in questione. L'intento, invece, è quello di capire le ragioni delle molteplici riforme che si sono susseguite a partire dagli anni novanta e come un possiamo integrare in modo autonomo e volontario il pilastro della pensione pubblica, che oramai non è più in grado di mantenere al pensionato il tenore di vita in età lavorativa.

Basti pensare che già da qualche anno (2011), causa anche la crisi economica, il pensionato ha registrato una spesa media mensile superiore all'entrata della propria pensione, come dimostrato dalle tabelle che seguono.

CRISI DEL WELFARE STATE: PENSIONI vs CONSUMI

Dato medio delle pensioni di vecchiaia/anzianità

Fonte: ISTAT 2011

Pensioni di vecchiaia/anzianità	Euro al mese	Pensioni di vecchiaia/anzianità	Euro al mese
Maschi	1.271,10	Dipendenti	1.138,00
Femminine	655,31	Lavoratori autonomi	783,00

CRISI DEL WELFARE STATE: PENSIONI vs CONSUMI

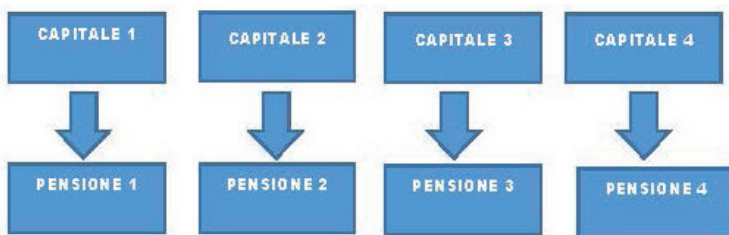
Consumi medi persone over 64 Fonte : ISTAT 2011	Euro al mese
Nord-ovest	2.633
Nord-Est	2.645
Centro	2.346
Sud	1.680
Isole	1.614
Media Italia	2.283

18

Tuttavia, non possiamo capire quello che è successo in Italia se non proviamo a dare una definizione dei due grandi sistemi pensionistici pubblici che si sono alternati nel corso degli anni.

Partiamo dal modello a capitalizzazione. Il sistema a capitalizzazione rappresenta un modello di finanziamento nel quale ognuno, semplificando, risparmia per sé stesso. Con tale sistema, infatti, i contributi annualmente versati dalle classi attive (lavoratori) vengono accantonati con la precisa finalità di costituire i capitali necessari a permettere l'erogazione di una rendita vitalizia ai medesimi soggetti a partire da una certa data futura.

Il trasferimento di ricchezza si realizza, dunque, non nell'arco del medesimo esercizio tra due categorie di soggetti, bensì all'interno della medesima categoria, da un esercizio ad un altro più o meno distante nel tempo.



Questo sistema fu riformato nel 1969. Nonostante gli allarmi lanciati da molti economisti circa la pesante situazione del sistema di welfare e dello scollamento, soprattutto nel settore previdenziale, tra contributi e prestazioni, viene varata la legge n° 153 del 30 aprile 1969, di importanza fondamentale nel nostro ordinamento pensionistico: la riforma Brodolini, che determinò il passaggio da un sistema a capitalizzazione a quello a ripartizione (la legge in questione tra le altre cose, ha istituito l'INPS – Istituto Nazionale per la Previdenza Sociale).

Tale meccanismo, al contrario di quello a capitalizzazione, non genera quindi alcun accantonamento di capitale per i contribuenti, ma con un principio di solidaristico e con una sorta di “patto generazionale” i contributi che versa oggi il lavoratore sono destinati a pagare le prestazioni dei pensionati sempre di oggi. Mentre la sua pensione sarà pagata dai lavoratori delle generazioni future.

Tra i principi della legge Brodolini vi è l'adozione generalizzata della formula retributiva per il calcolo della pensione; quest'ultima non dipende più dai contributi effettivamente versati, che fino a quel periodo venivano contabilizzati almeno in parte, con il metodo “contributivo”, ma viene legata alla retribuzione percepita negli ultimi anni di lavoro; sulla “retribuzione pensionabile”, calcolata sulla retribuzione dell'ultimo anno per i dipendenti pubblici (che tuttavia godevano già del metodo retributivo) e degli ultimi 5 anni per i lavoratori dipendenti privati, viene applicato un coefficiente del 2% per

ogni anno di lavoro, fino a un massimo dell'80% per 40 anni di attività; in tal modo viene introdotto il concetto che la pensione è un "reddito di sostituzione" del reddito da lavoro.

Con la riforma viene introdotto un modello a ripartizione: con tale sistema i contributi raccolti presso la collettività degli assicurati in un determinato anno vengono utilizzati per finanziare l'erogazione di prestazioni pensionistiche alla popolazione in quiescenza nel medesimo esercizio: si attua pertanto un puro trasferimento di risorse da una categoria di cittadini -lavoratori- ad un'altra categoria -pensionati- con un onere che grava interamente sul reddito del prodotto nell'esercizio.

Questa riforma, nata con le migliori intenzioni e con l'obiettivo di erogare una pensione anche a coloro che durante la vita lavorativa non sono stati in grado di versare contributi sufficienti al fine di ottenere una pensione, ha lasciato una pesante eredità al sistema pubblico e dato luogo ad una serie di riforme a partire dagli anni novanta.

Infatti tra i punti cardine della riforma vi era l'erogazione di una pensione sociale ai cittadini ultra sessantacinquenni sprovvisti di assicurazione, che non avessero un minimo di reddito e l'istituzione della pensione di anzianità con trentacinque anni di contribuzione pur non avendo raggiunto l'età pensionabile.

Chiedersi quale sia migliore tra il modello a capitalizzazione e quello a ripartizione, ai fini del presente lavoro, è un esercizio inutile in quanto le variabili che determinano il modello migliore sono troppo e dipendono dal contesto economico, sociale e politico.

Ciò che va rilevato è che una volta passato al sistema a ripartizione diventa molto difficile passare a quello a capitalizzazione, per il semplice fatto che se ogni contribuente iniziasse a versare su un proprio contenitore verrebbero a mancare le risorse per tutti coloro che sono già in pensione. Viceversa il

passaggio da un modello a capitalizzazione ad uno a ripartizione o misto prevede un periodo di transizione facilmente percorribile.

Quel che, però, può essere, comunque, osservato è che nel caso di adozione di un sistema a capitalizzazione non vi è alcun patto tra generazioni (e dunque nessun probabile conflitto) poiché ogni generazione mette a disposizione i propri mezzi per la protezione previdenziale. Conseguentemente il sistema di finanziamento appena descritto è largamente indipendente dallo sviluppo demografico, non solo ma il capitale risparmiato per la previdenza partecipa al ciclo economico, restando a disposizione per investimenti e contribuendo quindi alla crescita economica.

Sistemi pensionistici

- ☐ Sistema a capitalizzazione (SC): **i (miei) contributi di oggi pagano la (mia) pensione di domani (regime privato o pubblico)**
- ☐ Sistema a ripartizione (SR): **i contributi di oggi pagano le pensioni degli anziani di oggi (regime prevalentemente pubblico)**

Infatti, proprio il fondarsi sul principio che le prestazioni pensionistiche erogate in un determinato periodo siano direttamente finanziate dai contributi versati dai lavoratori nello stesso periodo manifesta in modo evidente la sussistenza, o meglio la necessità di un patto intergenerazionale che sia stabile, in quanto a ogni generazione deve essere garantito il finanziamento futuro delle proprie pensioni da parte delle generazioni seguenti. In tale modello, però, lo sviluppo demografico influisce direttamente, così come lo sviluppo economico.

Infatti, se il numero dei beneficiari (p.es. pensionati) continua ad aumentare, mentre il numero dei contribuenti attivi (p.es.

lavoratori attivi) resta uguale o addirittura tende a diminuire, le risorse economiche non sono più sufficienti a mantenere in equilibrio il modello.

2. Le riforme pensionistiche in Italia

Fatta la premessa sui due grandi sistemi pensionistici occorre evidenziare che le pensioni, da sempre, per i cittadini italiani e non, un settore particolarmente sensibile, ma in Italia, nel corso degli ultimi anni, hanno assunto primaria importanza nel dibattito politico. Come si è già detto, la questione del contendere è la tenuta dei conti pubblici del sistema previdenziale pubblico, soprattutto per le generazioni future.

Per questo, durante gli ultimi trent'anni la previdenza in Italia è stata oggetto di profonde riforme strutturali finalizzate al progressivo controllo della spesa pubblica nel settore previdenziale che aveva assunto delle dimensioni troppo elevate rispetto il PIL del paese. Riforme che sono state accompagnate anche dall'istituzione di un sistema di previdenza complementare volto a integrare il sistema previdenziale pubblico.

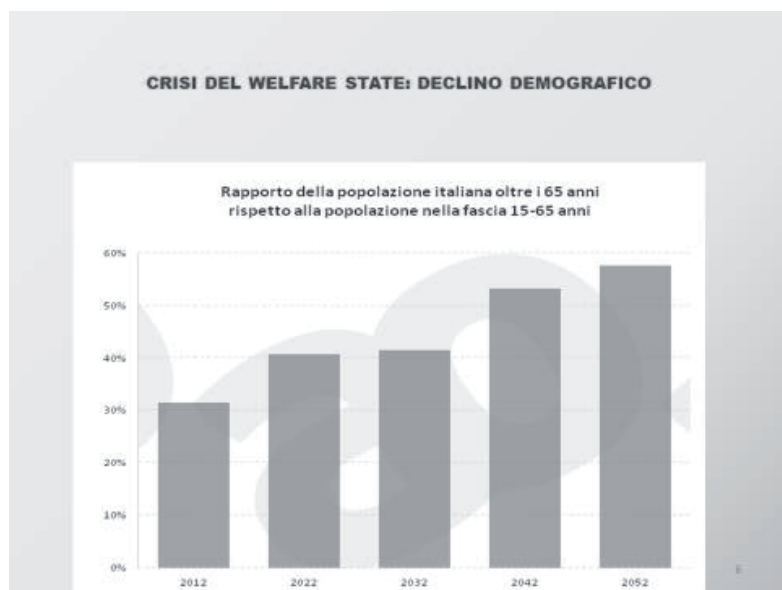
Ma andiamo con ordine, in realtà per comprendere quello che è accaduto e le ragioni delle riforme, occorre fare un breve excursus storico, ad iniziare dalla crisi economica degli anni settanta. In quel periodo l'Italia, come altri paesi, è stata coinvolta da un rallentamento dell'economia determinato principalmente dalla crisi petrolifera del '73-'76 che ha contribuito a determinare cambiamenti economici. Lo Stato durante questa crisi si è fatto carico di dare sostegno a famiglie e imprese aumentando la spesa pubblica determinando quindi un forte aumento del debito pubblico.

Nel corso degli anni '80 maturò poi la consapevolezza in vari paesi industrializzati che era necessario provvedere al riequilibrio dei conti pubblici attraverso un ridimensionamento della spesa pubblica in quanto l'aumento costante del debito pubblico avrebbe portato a squilibri economici nel lungo

periodo, che alla fine del decennio si concretizzò in Italia tramite una manovra basata principalmente sull'aumento di prelievo fiscale.

A partire dagli anni '90 sono state quindi avviate importanti riforme riguardanti anche il settore previdenziale. In un sistema pensionistico strutturato secondo il modello della ripartizione, è però palese che il flusso delle pensioni pagate (uscite per lo Stato) deve essere equilibrato tramite un adeguato flusso di entrate tramite i contributi (entrate per lo Stato).

Il progressivo aumento della vita media ha condotto però ad un aumento delle uscite e il rallentamento dell'economia globale dall'altra parte ad una diminuzione delle entrate contributive. Nelle tabelle seguenti si evidenzia il declino demografico in Italia, sia in termini assoluti sia se raffrontato con gli altri paesi in relazione al dato sugli over-80.



CRISI DEL WELFARE STATE: DECLINO DEMOGRAFICO

Tabella 1. Percentuale degli **over-80** sul totale della popolazione, dati e proiezioni

	2000	2010	2020	2030
Belgio	3,5	4,9	5,6	6,4
Danimarca	3,9	4,1	4,6	6,9
Francia	3,6	5,2	6	7,3
Germania	3,6	5,1	7,2	8,1
Gran Bretagna	3,9	4,6	5,2	6,6
Grecia	2,6	4,1	5,5	6,3
Italia	3,9	5,8	7,1	8,2
Olanda	3,2	3,9	4,8	7
Spagna	3,8	4,9	5,9	6,8
Media Ue a 27	3	4,1	5	6,5

Fino al dicembre del 1992 colui che era iscritto all'INPS riceveva una pensione basata sul sistema retributivo (e non contributivo come oggi) basato non sui contributi versati al sistema pensionistico ma sulla retribuzione percepita durante gli ultimi anni lavorativi. Tale sistema era fondato su una rivalutazione media del 2% per ogni anno di contribuzione, per 40 anni di versamenti veniva quindi erogata una pensione che all'incirca corrispondeva all'80% della retribuzione che era percepita durante gli ultimi anni di attività lavorativa e inoltre negli anni questa veniva adeguata sia all'aumento dei prezzi che all'innalzamento dei salari.

In questa fase il sistema pensionistico complementare era presente solo in alcune aziende con appositi Fondi creati esclusivamente per i dipendenti delle aziende stesse.

Con la riforma Amato del 1992 (d.lgs. n.503/1992) lo scenario inizia a cambiare notevolmente, viene alzata l'età per la pensione e quindi esteso di conseguenza il periodo di contribuzione valido alla fine dell'ottenimento della pensione pubblica, le retribuzioni per il calcolo della pensione sono

rivalutate all'1%, percentuale nettamente inferiore a quella in vigore fino al 1992 abbinata al fatto che la sua rivalutazione automatica da questo momento è limitata esclusivamente alla dinamica dei prezzi e non più anche dall'aumento dei salari reali. La riforma Amato è stata quindi l'inizio di un processo di armonizzazione ai sistemi previdenziali di altri paesi determinando una riduzione della copertura pensionistica ancora però basata sul sistema retributivo.

Da qui ci fu la necessità di introdurre una disciplina per quello che riguarda la pensione complementare e i fondi pensione (ad adesione collettiva negoziali ed aperti) con il d.lgs. 124/1993, con l'obiettivo di permettere al lavoratore di costituire un capitale che gli possa permettere di mantenere lo stesso tenore di vita che aveva durante l'età lavorativa. Del tutto ovvio evidenziare che questa copertura "privata" e strettamente "personale" ha un costo che ricade sul lavoratore stesso ma che deve essere ritenuta indispensabile se la prestazione pubblica non è più in grado di far fronte alle esigenze e alle abitudini del lavoratore.

La riforma Dini (legge 335/1995) determina il passaggio dal sistema retributivo a quello contributivo che invece che basarsi sull'anzianità contributiva delle retribuzioni, in particolare quelle dell'ultimo periodo lavorativo che basa le sue fondamenta sull'ammontare dei contributi versati dal lavoratore durante il suo arco di vita al fine della determinazione dell'ammontare di pensione percepita.

Tale passaggio è avvenuto in modo comunque graduale distinguendo i lavoratori in base alla propria anzianità contributiva determinando in questo periodo tre differenti situazioni: lavoratori con almeno 18 anni di contributi a fine 1995 su cui veniva mantenuto il sistema retributivo, quelli che alla stessa data non avevano 18 anni di contributi a cui veniva attribuito un sistema cd. misto (calcolo basato sul retributivo fino al 1995 e dopo sul contributivo) e i neo assunti dopo il

1995 su cui veniva applicato il calcolo contributivo.

Il sistema contributivo a differenza del primo comporta una consistente diminuzione tra rata pensionistica e stipendio percepito in quanto questa solitamente corrisponde al 50%-60% dell'ultimo stipendio e che per alcune categorie, per esempio per i lavoratori autonomi, ha un valore ancora inferiore che oltretutto si rivaluta esclusivamente al tasso di inflazione; questa differenza tra stipendio e pensione è definito "tasso di sostituzione", di cui riportiamo un esempio nella prima tabella. Nella seconda tabella, invece, è riportata una proiezione del tasso di sostituzione per categoria (lavoratori autonomi e lavoratori dipendenti) e per anni di contribuzione.

Decorrenza della pensione		settembre▼	2044▼	Date utili: dal 01/09/2044 al 02/04/2050	
Età al pensionamento	69 anni e 6 mesi			Tasso di sostituzione  74,1%	
Anzianità contributiva complessiva	41 anni e 2 mesi				
Tipo di calcolo	Contributivo				
Pensione lorda di Vecchiaia SC	€ 20.211				
Reddito lordo ante pensione	€ 27.272				
Differenza	€ 7.061				

Successivamente il d.lgs.54/2000 ha modificato la tassazione prevedendo agevolazioni per chi intende aderire in forma individuale a forme di previdenza complementare come fondi pensione aperti e piani individuali pensionistici, determinando quindi degli incentivi al loro utilizzo.

Le agevolazioni fiscali avevano, nelle intenzioni del legislatore, di incentivare la adesione a forme di previdenza complementare che nei primi anni dalla loro istituzione non aveva avuto ancora il successo sperato.

Il tasso di sostituzione nel tempo								
Contributi	36 anni di contributi		38 anni di contributi		40 anni di contributi		42 anni di contributi	
Lavoratori	Dipendenti	Autonomi	Dipendenti	Autonomi	Dipendenti	Autonomi	Dipendenti	Autonomi
2010	70,2	69,2	74,1	73	77,9	76,8	77,9	76,8
2015	68,7	54,4	75,3	72,8	79,3	76,7	83,2	80,6
2020	64,2	48,3	68	52,1	71,9	55,8	75,7	59,6
2025	64	45,7	67,8	49,4	71,7	53,1	75,5	56,8
2030	63,9	43,2	67,7	46,9	71,5	50,6	75,4	54,4
2035	58,1	43,7	61,5	46	65	48,3	75,5	52,1
2040	58,8	45,3	61,9	47,5	65,1	49,6	68,5	51,9
2045	59,6	47,1	62,7	49,2	65,9	51,3	69,1	53,4
2050	60,4	48,5	63,7	50,9	66,9	53,1	70	55,3
2055	60,6	48,8	64,1	51,7	67,6	54,4	71	57
2060	60,6	48,9	64,2	51,8	67,8	54,6	71,3	57,5
Note: La dinamica della retribuzione/reddito individuale è stata ipotizzata pari al tasso di variazione nominale della retribuzione lorda per unità di lavoro dipendente, per il periodo storico, e pari al tasso di variazione reale della produttività per occupato, per il periodo di previsione a partire dal 2015. L'età di pensionamento è pari al requisito minimo di vecchiaia per i lavoratori nel sistema misto (66 anni e 7 mesi) e pari al requisito minimo previsto per la pensione anticipata nel sistema contributivo (63 anni e 7 mesi). Fonte: <i>Ragioneria Generale dello Stato</i>								
PensioniOggi.it								

Gli incentivi fiscali sono di due tipi: nella fase del versamento (Tab.1) e nel *capital gains* (Tab. 2). L'incentivo fiscale principale consisteva nel rendere deducibile nella dichiarazione dei redditi l'importo destinato alla previdenza complementare, pertanto, a titolo di esempio, ipotizzando una aliquota al 23% e un versamento di 2 mila euro, questa sarebbe – in modo approssimativo – l'agevolazione:

BENEFICI FISCALI

Esempio:

- Aliquota marginale IRPEF : **23%**
- Importo annuo versato: **€ 2.000,00**
- Versamento effettivo: **€ 1.540,00**
- Risparmio fiscale : **€ 460,00**

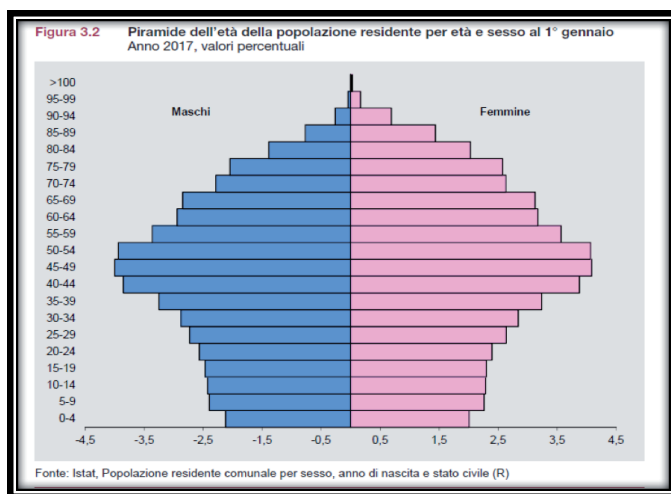
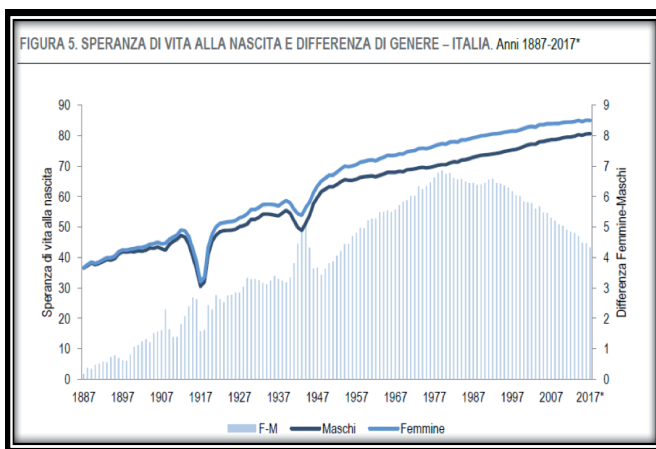
REGIME FISCALE DEI RENDIMENTI

I rendimenti che si maturano anno per anno sono soggetti a un'imposta sostitutiva con aliquota dell'11%, più bassa rispetto alle altre forme di risparmio. (12,5% Titoli di debito pubblico; 26,0% Altri strumenti finanziari)

Nel 2004 la riforma Maroni (legge delega 243/2004) ha stabilito incentivi per chi decide di rinviare la pensione di anzianità tramite un bonus che consiste nel versamento in busta paga dei contributi versati. Aumenta poi ancora l'età anagrafica per le pensioni di anzianità e vecchiaia e solo per le donne rimane la possibilità di andare in pensione a 57 anni ma con dei forti tagli alla pensione. Questa legge determina poi una ampia riforma della previdenza complementare tramite una equiparazione tra le diverse forme pensionistiche complementari e una omogeneità della vigilanza sul settore attribuita alla COVIP.

La riforma Prodi nel 2007 (legge n.247/2007) ha introdotto le "quote" per l'accesso alla pensione di anzianità calcolate tramite la somma dell'età e degli anni lavorati, negli anni poi tale quota non è rimasta costante ma è salita aumentando gli anni lavorati e l'età. Con questa riforma è stata poi resa automatica la revisione dei coefficienti di calcolo della pensione rapportandola alla vita media dei cittadini calcolata da ISTAT.

La legge 102/2009 ha inserito poi ulteriori innovazioni come l'età di pensionamento per le lavoratrici del settore pubblico aumentata a progressivamente fino a 65 anni e l'adeguamento dei requisiti anagrafici per la pensione all'incremento della speranza di vita accertata da ISTAT.



L'occasione per una nuova riforma delle pensioni è stata la crisi del 2011 che ha visto il mercato mettere sotto pressione i titoli di Stato a seguito di un calo di fiducia riguardo la sostenibilità del debito pubblico italiano.

Con il governo “tecnico” Monti viene varata la manovra “Salva Italia” (legge 214/2011), provvedimento volto a riportare

fiducia sui mercati, ma anche la cosiddetta “riforma Fornero”, dal nome del Ministro promotore della legge, che ha rinnovato totalmente il sistema previdenziale

Tra le modifiche apportate vi è il sistema di calcolo delle pensioni poiché il sistema contributivo “pro rata” viene infatti esteso a tutti i lavoratori, anche quelli che fino a Dicembre 1995 avevano meno di 18 anni di contributi che potevano quindi usufruire del sistema retributivo, molto più favorevole per il contribuente.

Cambiano anche i requisiti per la pensione di vecchiaia, ad esempio l'età per le lavoratrici del settore privato sale a 62 anni ulteriormente elevato negli anni fino a 66 del 2018, mentre per le lavoratrici autonome si passa da 60 a 63 anni e mezzo raggiungendo i 66 anni nel 2018. In generale tutti i lavoratori del settore privato devono raggiungere 66 anni di età.

Dal 1° gennaio 2019, il requisito anagrafico si adegua ancora all'aumento di speranza di vita e tale adeguamento avverrà con cadenza biennale. Chi ha iniziato poi a lavorare dal 1° gennaio 1996 (che ha una pensione calcolata integralmente con il metodo contributivo) può ottenere la pensione di vecchiaia con una anzianità contributiva minima di 5 anni a condizione che la pensione che verrebbe conferita deve essere superiore di 1,5 volte l'assegno sociale ma tale importo minimo non viene rispettato nel caso in cui l'interessato ha più di 70 anni.

Vengono modificati anche i requisiti per la pensione anticipata (la ex pensione di anzianità) poiché ad esempio le donne del settore privato, indipendentemente dall'età vanno in pensione con 41 anni e un mese di contributi mentre gli uomini con 42 anni e un mese con ulteriori incrementi nel 2013 e nel 2014 pari a tre mesi a causa dell'adeguamento al meccanismo della speranza di vita.

L'anzianità contributiva passa quindi a 42 anni e 5 mesi per gli uomini e 41 anni e 5 mesi per le donne e se si va in pensio-

ne in età inferiore a 62 anni, la pensione viene ridotta poi del 2% ogni anno fino al raggiungimento di tale età. Facciamo un esempio: chi ha iniziato a lavorare da 1° gennaio 1996 (pensione calcolata quindi con metodo integralmente contributivo) ha diritto di chiedere la pensione anticipata a 63 anni e con almeno 20 anni di contributi, la cui prima rata però non potrà essere inferiore a una soglia che ad es. per il 2012 è 2.8 volte l'assegno sociale.

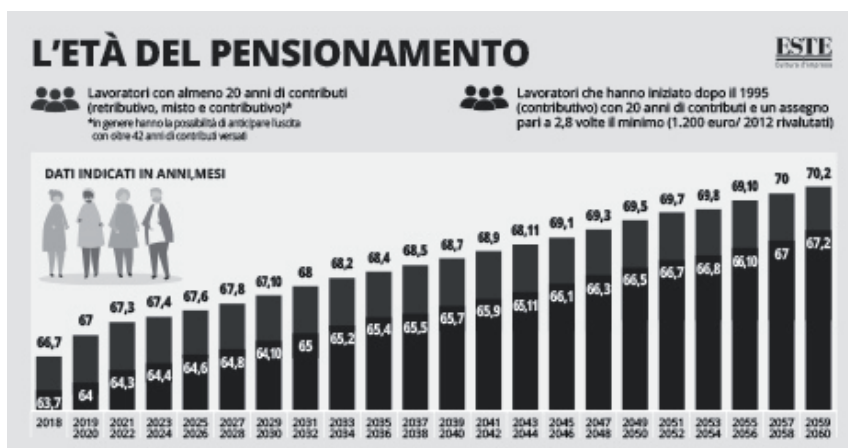
Le nuove regole sopra anzidette non valgono per tutti coloro che hanno maturato i requisiti di età e contributi entro il 31 dicembre 2011 per i quali valgono le vecchie norme. Queste sono le principali modifiche del sistema previdenziale negli anni fino quindi all'attuale sistema pensionistico attualmente soggetto ad accesi dibattiti politici (Nella tabella è riportato sinteticamente l'effetto sul sistema previdenziale della Legge Fornero).

I requisiti per il pensionamento di vecchiaia

decorrenza	Lavoratori (e lavoratrici del settore pubblico)	Lavoratrici	
		dipendenti	autonome
01/01/2013	66 anni e 3 mesi	62 anni e 3 mesi	63 anni e 9 mesi
01/01/2014	66 anni e 3 mesi	63 anni e 9 mesi	64 anni e 9 mesi
01/01/2016	66 anni e 7 mesi	65 anni e 7 mesi	66 anni e 1 mese
01/01/2018	66 anni e 7 mesi		
01/01/2019	66 anni e 11 mesi		
01/01/2021	67 anni e 2 mesi [min 67 anni]		

12

Il grafico che segue rappresenta, invece, una proiezione di quella che potrebbe essere l'età pensionabile, sulla base della cosiddetta Legge Fornero, in considerazione dell'aumento delle aspettative di vita della popolazione.



L'ennesimo correttivo al sistema previdenziale pubblico è stato apportato nel 2019 con Decreto Legge 4/2019 approvato a fine gennaio, poi convertito nella Legge numero 26/2019, è una misura cardine della Legge di Bilancio 2019, volta a contrastare gli effetti riforma della Riforma delle Pensioni 2011 del Governo Monti (Riforma Fornero).

Operativa dal 2019 (sperimentale fino al 2021), passa sotto il nome di "quota 100" in quanto consente l'uscita anticipata dal mondo del lavoro per tutti coloro che vantano almeno 38 anni di contributi con un'età anagrafica minima di 62 anni (es.: un lavoratore con 39 anni di contributi e 61 anni di età dovrà attendere un anno per presentare domanda). Il tutto, senza penalizzazioni sull'assegno (se non quella dovuta al minore montante contributivo).

Di quanto diminuisce la pensione?

La riduzione dell'assegno con quota 100

	Pensione anticipata		Con nuova quota 100					Pensione di vecchiaia				
	Età di inizio contribuzione (al netto di interruzioni contributive e riscatti)											
Anno di nascita	20 Donne	20 Uomini	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1952	0%	0%	0%	0%	0%	-15%	-16%	-10%	-10%	-10%	0%	0%
1953	0%	0%	0%	0%	-17%	-20%	-15%	-15%	-15%	-14%	0%	0%
1954	0%	0%	0%	-19%	-22%	-19%	-20%	-20%	-19%	-14%	-9%	0%
1955	0%	0%	-21%	-24%	-21%	-24%	-24%	-23%	-19%	-14%	0%	0%
1956	0%	-23%	-25%	-22%	-25%	-28%	-27%	-23%	-19%	0%	0%	0%
1957	-1%	-25%	-21%	-24%	-27%	-30%	-26%	-23%	0%	0%	0%	0%
1958	-2%	-18%	-21%	-24%	-27%	-29%	-27%	0%	0%	0%	0%	0%
1959	-2%	-17%	-20%	-23%	-26%	-28%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Ipotesi

Data di nascita e di inizio contribuzione: 1° giugno
 Continuità dell'attività lavorativa fino all'età della pensione
Crescita speranza di vita: Istat previsionale mediano
 Pensione compresa tra 1.5 e 2.8 volte l'assegno sociale
 Nuova Riforma basata su bozza DL del 8/1/2019
Reddito attuale: 2.000 € netti mensili

Crescita retribuzione annua passata: 1,5%; futura 1,5%
Crescita media Pil futuro: 0,5%
Adeguamento coefficienti di trasformazione
secondo crescita speranza di vita: Istat previsionale mediano
 Valori reali, al netto della fiscalità
 Fonte: Elaborazioni Progetica

3. La previdenza complementare

A fronte della necessità di una politica “restrittiva” in ambito previdenziale, il legislatore italiano, come abbiamo già detto, ha istituito già nel 1993 forme di previdenza complementare da affiancare a quella pubblica.

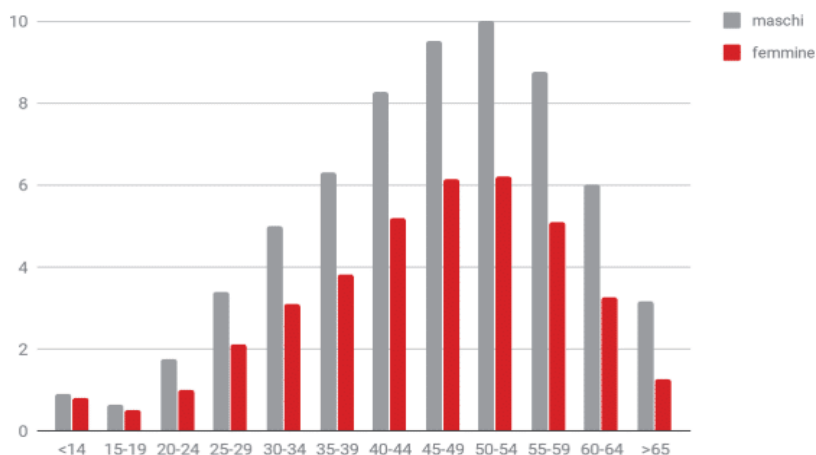
Tuttavia, nonostante le agevolazioni previste dalla legge, la previdenza complementare non è mai decollata come sperato, in quanto a distanza di quasi 18 anni dalla istituzione gli aderenti ai fondi pensione sono ancora un numero troppo limitato rispetto alla popolazione attiva.

Le ragioni del mancato decollo sono molteplici e sono da imputare, a nostro avviso, a tutti gli attori in gioco.

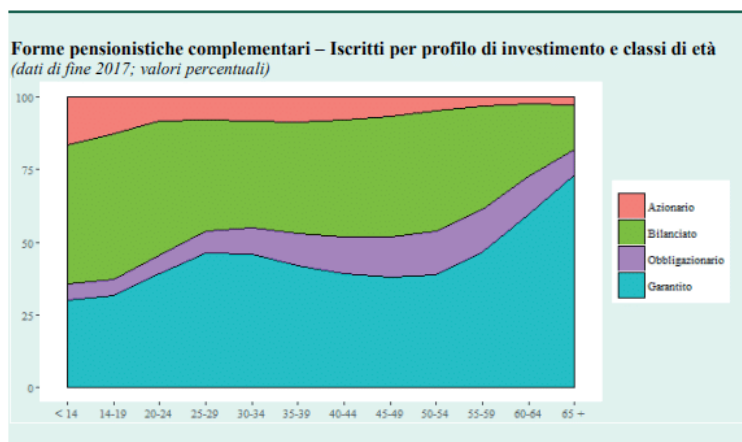
In primo luogo allo Stato, che pur avendo messo sul tavolo importanti agevolazioni fiscali non ha fatto una campagna di sensibilizzazione su questo importante tema, anche perché il ritorno in termini economici per le casse dello Stato sono visibili nel lungo periodo, mentre gli organi di indirizzo politico (Parlamento e Governo in primis) sono ancorati ad una logica di breve periodo, spesso coincidente con le scadenze elettorali.

In secondo luogo, l'industria finanza che non sempre è stata, soprattutto in passato, particolarmente trasparente sui costi e poco efficiente nelle gestioni delle linee, con rendimenti al disotto del benchmark (vedasi il glossario).

In terzo luogo, i risparmiatori italiani, poco abituati e altrettanto meno alfabetizzati in materia, hanno, nella maggior parte dei casi, utilizzato lo strumento del fondo pensione al fine di sfruttare le agevolazioni fiscali e non come integrazione alla pensione pubblica. Tanto è vero che gli aderenti si concentrano soprattutto per le classi di età tra i 45 e i 60 anni, ovvero il periodo nel quale si raggiunge l'apice della carriera e dello stipendio e quindi si utilizza il fondo pensione per la deducibilità.



Inoltre, la visione di breve-medio termine porta, soprattutto in giovane età a rinviare il problema e, quindi, della soluzione. Infine, non vi è la consapevolezza del basso tasso di sostituzione, in quanto le nuove generazioni hanno l'errata percezione, derivante dalla pensione dei genitori, che si possa arrivare al meritato riposo con un assegno mensile pari all'80% dello stipendio.



COMPONENTI DELLA RACCOLTA NETTA				
<i>i valori sono espressi in milioni di euro</i>	Fondi aperti	PIP	Fondi negoziali	Totale
Contributi previdenziali	2.043	4.262	5.046	11.351
Uscite gestione previdenziale	774	875	2.706	4.355
- anticipazioni	232	230	964	1.426
- riscatti	252	127	799	1.178
- erogazioni in capitale	261	510	924	1.695
- trasformazioni in rendita	29	19	8	56

4. Le forme pensionistiche complementari: i Fondi Pensione Chiusi

Nelle pagine che precedono, abbiamo dato conto delle ragioni dell'istituzione della previdenza complementare. Tuttavia, la legge del 1993, ha previsto varie tipologie di forme pensionistiche integrative, a seconda dei lavoratori che aderiscono sia per le società di gestione. In particolare, la prima distinzione è tra fondi pensione aperti e fondi pensione chiusi (o negoziali).

Per quanto riguarda la prima tipologia – fondo pensione negoziale – nasce da contratti o accordi collettivi (anche aziendali) che individuano i destinatari sulla base dell'appartenenza ad un determinato comparto, impresa o gruppo di imprese o ad un determinato territorio (es. regione o provincia autonoma).

Il fondo pensione negoziale è un soggetto giuridico autonomo, può essere una associazione o una fondazione e può avere, pertanto, personalità giuridica. Gli organi del fondo pen-

sione chiuso sono i seguenti:

1. L' Assemla dei delegati, organo che esprime la volontà degli associati (approvazione bilancio, variazioni statutarie, elezione organi di amministrazione e controllo ecc.)
2. Il Consiglio di Amministrazione, organo esecutivo (stipula convenzioni, indirizzo per strategie di investimento finanziario e per l'organizzazione del fondo, predisposizione bilanci ed informative, ecc.)
3. Il Collegio dei Sindaci, con funzioni di controllo sull'attività del Fondo
4. Il Presidente, eletto in seno al Consiglio di amministrazione (presiede il Cda e rappresenta il fondo). Alcuni annoverano fra gli organi il Responsabile del Fondo visto che la Covip ne pretende la nomina all'atto dell'inizio della campagna per le adesioni.



5. Segue ... I Fondi Pensione Aperti

L'altra grande tipologia è rappresentata dai Fondi pensione Aperti, questi sono costituiti da istituti bancari, imprese di assicurazione, società di intermediazione mobiliare anche chiamate SIM o società di gestione del risparmio (SGR).

I fondi pensione aperti sono forme pensionistiche complementari alle quali, come suggerisce il termine "aperti", possono aderire tutti coloro che, indipendentemente dalla situazione lavorativa (lavoratore dipendente del settore privato o pubblico, lavoratore autonomo, libero professionista, altro), intendano formarsi una pensione complementare.

I fondi pensione aperti sono iscritti all'Albo dei fondi pensione e sono vigilati dalla COVIP. L'attività del fondo pensione è disciplinata dal Regolamento. Questo documento, redatto sulla base di uno schema adottato dalla COVIP, definisce gli elementi identificativi del fondo, le caratteristiche, la contribuzione, le prestazioni, i profili organizzativi e i rapporti con gli aderenti

Oltre a i fondi pensione aperti e chiusi vi sono i Piani Individuali Pensionistici (PIP) istituiti da imprese di assicurazione che raccolgono adesione esclusivamente su base individuale. Sono forme pensionistiche individuali attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita. Costituiscono patrimonio autonomo e separato dalla restante attività delle compagnie di assicurazione. Anche in questo caso il regolamento è sottoposto all'approvazione della Covip.

Infine, per ragioni di completezza, segnaliamo i Fondi Pensione Preesistenti. Si tratta di fondi pensione che già operavano al momento dell'entrata in vigore della prima normativa sui fondi pensione. Per questo motivo hanno mantenuto, relativamente ad alcuni aspetti, una disciplina speciale. Anche i fondi pensione preesistenti rientrano nell'ambito della vigilanza esercitata dalla Covip.

A decorrere dal 1° luglio 2007 le Compagnia nominano un responsabile con i requisiti previsti all'articolo 5 del D.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252. Tale soggetto è una persona indipendente con il compito di controllare che la gestione dell'attività del fondi/PIP venga realizzata secondo i principi di corretta amministrazione, nel rispetto della legge e del Regolamento, e con l'obiettivo di perseguire l'interesse degli iscritti.



Per quanto riguarda le modalità di accesso ai fondi pensione, la adesione può essere in primo modo attraverso accordi collettivi che trovano applicazione nel territorio, in uno specifico settore o nella azienda individuando il fondo di riferimento che in questo caso può essere negoziale, aperto o preesistente che individuano anche una misura di contribuzione minima (cd. Adesione collettiva).

Nel caso in cui si parli della prima occupazione lavorativa e di un dipendente del settore privato, entro 6 mesi dall'assunzione si dovrà decidere se destinare il trattamento di fine rapporto (TFR) alla previdenza complementare (*adesione esplicita*) o lasciarlo in azienda.

Nell'ipotesi che il lavoratore decida di lasciare il TFR in azienda, nella tabella che segue viene riportato un esempio di calcolo di rivalutazione del montante accantonato.

LAVORO DIPENDENTE: RIVALUTAZIONE TFR

È la somma pagata dal datore di lavoro al lavoratore dipendente nel momento in cui termina il rapporto di lavoro. Il TFR si calcola accantonando per ciascun anno di servizio una quota pari al 6,91 per cento dell'importo della retribuzione dovuta per l'anno stesso; la somma accantonata, con esclusione della quota maturata nell'anno, viene rivalutata sulla base di un tasso costituito dall'1,5 per cento in misura fissa più il 75 per cento dell'aumento dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo rilevato a dicembre dell'anno precedente.

Ad esempio: lavoratore dipendente assunto il 1° gennaio e il cui reddito annuo lordo ammonta a 30.000 euro. Alla fine dell'anno, il TFR di competenza del lavoratore è calcolato secondo la seguente formula:

- Quota annua TFR= $30.000 \times 6,91\% = 2.073$ euro
- Alla fine dell'anno successivo, ipotizzando lo stesso reddito e che l'incremento dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo rispetto al dicembre dell'anno precedente sia del 2 per cento, il TFR complessivo di competenza del lavoratore è calcolato secondo la seguente formula:
 - Rivalutazione= $2.073 \times [1,5\% + (2\% \times 75\%)] = 62,19$ euro
 - Totale TFR accantonato= $2.073 + 2.073 + 62,19 = 4.208,19$ euro

Nel caso in cui non venga effettuata alcuna scelta questo viene iscritto alla forma pensionistica che identificata dal contratto nazionale del lavoro o dall'accordo specifico aziendale (la cosiddetta *adesione tacita*). Se il contratto di lavoro prevede una *adesione contrattuale* si verrà invece automaticamente iscritti alla previdenza complementare di riferimento mediante in versamento dal datore di lavoro di una cifra fissata da accordi collettivi.

Può accadere che il lavoratore di un determinato settore non abbia un fondo pensione di riferimento chiuso o se c'è non è di gradimento e quindi sarà possibile accedere a un fondo pensione aperto o ad un PIP tramite l'adesione individuale. Sarà possibile quindi accedere ad un fondo pensione negoziale o preesistente presso l'azienda, alla sede di quel fondo o alla sede del sindacato che ha sottoscritto gli accordi con tale fondo.

Per quanto riguarda i soggetti autorizzati, secondo la normativa vigente, alla gestione dei fondi pensione sono le banche, SIM, SGR e imprese di assicurazione (queste ultime per quanto riguarda i PIP che hanno una veste giuridica di polizza vita)

Le risorse che sono affidate in gestione sono custodite da un soggetto chiamato depositario (una banca) che ha l'incarico di detenere le risorse e che le operazioni del gestore avvengano nel rispetto della legge e a quanto stabilito dal Regolamento della specifica.

6. Alcuni aspetti riguardanti i diritti dell'aderente al fondo pensione

Al momento dell'adesione sarà necessario effettuare delle importanti valutazioni prima di aderire. In primo luogo occorre verificare se il contratto di lavoro preveda la possibilità di aderire a un fondo pensione tramite accordi collettivi o regolamenti aziendali. Nel caso di dipendente del settore privato o pubblico versando il proprio contributo si ottiene automaticamente anche quello del proprio datore di lavoro.

Sarà necessario anche verificare quali siano i costi del fondo poiché questi possono incidere sui rendimenti della gestione e, in definitiva, sul valore della prestazione finale. In base a quanto già visto nel capitolo 2 in materia di pianificazione finanziaria, per quanto riguarda la scelta della linea di gestione del fondo, occorre tener conto di due importanti variabili che sono il profilo di rischio e l'età dell'aderente. È bene ricordare infatti che minore è l'età dell'aderente maggiore è l'orizzonte temporale a disposizione e quindi maggiore è il grado di rischio che può sopportare; grado di rischio che, tuttavia, dovrà in ogni caso tener conto del profilo dell'aderente stesso.

Al momento dell'adesione l'impresa che gestisce il fondo dovrà consegnare all'aderente i documenti che le norme vigenti stabiliscono come obbligatori, in particolare la nota informativa, regolamento o statuto e per i PIP anche le condizioni generali del contratto che in modo dettagliato descrivono le caratteristiche di tale fondo pensionistico e le regole che definiscono il rapporto contrattuale insieme ad altre documentazioni i cui fondi sono tenuti a consegnare.

Tra gli obblighi a carico dell'intermediario vi è anche quello di sottoporre all'aderente un questionario di autovalutazione il livello di conoscenza in materia di previdenza integrativa e la propria propensione al rischio.

Nel riquadro sottostante è riportato a titolo di esempio le informazioni che l'aderente ha diritto di ricevere al fine di prendere visione delle caratteristiche fondamentali del fondo che si appresta a sottoscrivere.

Guida ai documenti informativi a tua disposizione prima dell'adesione

Il documento **Informazioni chiave per l'aderente** illustra in modo semplice e sintetico le principali caratteristiche della forma pensionistica.

Le più importanti variabili da valutare per compiere in modo più consapevole la scelta di aderire a una forma di previdenza complementare sono:

- ✓ la contribuzione;
- ✓ le caratteristiche della linea di investimento: tipologia (garantita, obbligazionaria - pura o mista - bilanciata o azionaria) e orizzonte temporale dell'investimento;
- ✓ la composizione del portafoglio della linea, rappresentata in termini di investimenti in titoli azionari e obbligazionari;
- ✓ i rendimenti medi annui composti di ogni linea su differenti orizzonti temporali (3, 5 e 10 anni);
- ✓ i costi da sostenere durante la partecipazione alla forma pensionistica, descritti nella **Scheda dei Costi**.

Nel caso dei fondi negoziali e dei fondi preesistenti, il documento include, inoltre un **Allegato** contenente maggiori informazioni sulla platea dei potenziali aderenti e sui livelli contributivi.

Il documento **La mia pensione complementare - versione standardizzata** contiene una simulazione della pensione complementare calcolata secondo alcune ipotesi definite dalla COVIP.

La simulazione della pensione è riferita a figure - tipo generiche di età differenti (30, 40 e 50 anni) che versano contributi di entità diversa (1.500, 2.500 e 5.000 euro) e andranno in pensione a 67 anni di età. Individuando la situazione che più si avvicina alle tue caratteristiche puoi avere un'idea della pensione che potrai ricevere. I valori indicati nei documenti sono espressi in termini reali, in modo da neutralizzare gli effetti dell'inflazione.

Si tratta di una simulazione e, quindi, può non corrispondere alla rendita che effettivamente percepirai al momento del pensionamento. Ti darà comunque un'ordine di grandezza della pensione che stai costruendo.

Puoi in ogni caso effettuare delle simulazioni personalizzate accedendo al sito **web** della forma pensionistica.

Prima di aderire e di sottoscrivere il **Modulo di adesione** compila il **Questionario di autovalutazione** per verificare il tuo livello di conoscenza in materia previdenziale. Le domande contenute nel Questionario riguardano la capacità di risparmio personale, l'orizzonte temporale che ti separa dalla pensione, la tua propensione al rischio. In base al punteggio ottenuto, ti viene consigliata la linea di investimento più idonea. E' possibile in ogni caso scegliere una linea diversa.

Al raggiungimento dei requisiti per l'ottenimento della pensione obbligatoria e nel caso si abbia aderito alla previdenza complementare da almeno 5 anni sarà possibile ottenere le prestazioni di pensione complementare secondo diverse forme da scegliere:

- Trasformare la posizione individuale in rendita vitalizia.
- Ottenere fino a un massimo del 50% in un'unica soluzione e il resto in rendita.
- Ottenere tutta la posizione in liquidi se si rientra nei casi previsti dalla legge, cioè se il montante residuo è inferiore ad un determinato livello, come da tabella seguente, o se si è un vecchio iscritto ovvero se si è aderito a un fondo pensione prima del 29 aprile 1993 o ad un fondo pensione già istituito al 15 novembre 1992.

PRESTAZIONI A SCADENZA

L'aderente può scegliere:

- Rendita vitalizia
 - 50% rendita vitalizia – 50% capitale
 - Il 100% capitale maturato, a condizione che Se convertendo in rendita il 70% del montante finale si ottiene una rendita annua inferiore al 50% dell'assegno sociale.
-

Va da sé che la *ratio* della legge che ha istituito le forme di previdenza complementare era quella di integrare la pensione pubblica, pertanto ha voluto in qualche modo disincentivare la scelta di prendere il capitale a scadenza a scapito della rendita vitalizia, in quanto è la scelta che permette al risparmiatore di poter contare di un importo mensile per tutta la vita. L'opzione capitale al 100% potrebbe presentare il rischio, in caso di una vita particolarmente longeva, che il risparmiatore possa terminare le risorse accantonate dopo un certo numero di anni.

L'importo della eventuale rendita si calcola applicando al risparmio un coefficiente di trasformazione che dipende da speranza di vita, un tasso tecnico (tasso minimo garantito) dei costi applicati. È possibile poi scegliere la rendita che si voglia ottenere tra le forme previste dalla forma pensionistica prescelta tra una rendita vitalizia (dal momento della pensione alla morte) una rendita differita (da un certo momento in poi fino alla morte) oppure una rendita associata a *long-term care* (la rendita viene qui aumentata nel caso di non autosufficienza). È possibile poi stabilire anche l'assicurazione di una rendita nel caso di decesso (rendita reversibile) che deve essere conferita in maniera di rendita o capitale ad un beneficiario designato. Al momento della morte la posizione può essere poi riscattata o dai beneficiari o dagli eredi se questi non sono designati.

In certe condizioni sarà anche possibile in determinate situazioni specificate dalla legge e dal proprio fondo prelevare una parte del proprio risparmio a titolo di riscatto o anticipazione che però andrà a diminuire le somme a disposizione al momento del raggiungimento della pensione.

Per approfondire (*fonte Covip*):

LE ANTICIPAZIONI		
QUANDO	IN CHE MISURA	MOTIVI DELLA RICHIESTA
In qualsiasi momento	Per un importo non superiore al 75% della posizione maturata al momento della richiesta	Per spese sanitarie, a seguito di gravissime situazioni relative all'iscritto, al coniuge e ai figli per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche
Decorsi 8 anni di iscrizione	Per un importo non superiore al 75% della posizione maturata	• per l'acquisto della prima casa di abitazione, per l'iscritto o per i figli, documentato con atto notarile; • per la realizzazione sulla prima casa degli interventi di ristrutturazione appositamente documentati come previsto dalla normativa sulla detrazione Irpef per le ristrutturazioni
Decorsi 8 anni di iscrizione	Per un importo non superiore al 30% della posizione maturata	Per ulteriori esigenze degli aderenti

Al momento del pagamento della pensione invece o del capitale, si è soggetti a una ritenuta agevolata del 15% e tale percentuale diminuisce se questa è superiore a 15 anni del 0,30% annuo fino ad un limite massimo del 6% complessivo (con 35 anni di contribuzione la aliquota scende al 9%).

REGIME FISCALE DELLE PRESTAZIONI

Le prestazioni, per la parte che non è stata già tassata durante la fase di accumulo, sono soggette a un'imposizione sostitutiva con due differenti aliquote a seconda dei casi.

TIPOLOGIA DI PRESTAZIONE/DIRITTO	IMPOSIZIONE SOSTITUTIVA
Prestazioni pensionistiche in capitale e in rendita, anticipazioni per spese sanitarie Riscatti parziali/totali/premiorienza	15% nei primi 15 anni e -0,3% per ogni anno successivo fino al minimo del 9% dal 36° anno
Anticipazioni per acquisto/ ristrutturazione prima casa, per ulteriori esigenze Riscatti per altri motivi	23%

Le anticipazioni per spese sanitarie sono tassate poi con una aliquota variabile dal 15% al 9% in base agli anni di partecipazione al meccanismo di previdenza complementare mentre le altre anticipazioni sono tassate con aliquota ordinaria del 23%. I riscatti sono tassati anch'essi al 23% ma nei casi di riscatto per inoccupazione di durata non inferiore a 12 mesi, mobilità, cassa integrazione e invalidità si applica una aliquota tra i 15% e il 9% il base al tempo di partecipazione a tale forma di previdenza.

Il sistema della previdenza complementare si fonda su un insieme di regole volte alla tutela del risparmio e per assicurare il buon funzionamento di queste il legislatore ha istituito la COVIP, Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione con lo scopo di perseguire trasparenza e sana e prudente gestione delle forme pensionistiche complementari come tutela dei partecipanti. Tale organo può inoltre formulare proposte per

nuove leggi o la modifica di queste e partecipa anche ai lavori di organismi internazionali come OCSE, Organismo per la Cooperazione e lo Sviluppo e Economico e l'EIOPA, Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni Aziendali e Professionali.

CAPITOLO 3

LA CONSULENZA FINANZIARIA

di Paolo Polimanti

1. Che cosa si intende per consulenza finanziaria

Quando si vuole dare una definizione di una professione o di un servizio regolamentato da norme legislative, si dovrebbe partire dal dato normativo. Il Testo Unico Finanziario (D.Lgs. 58 del 1998) prevede che per *“consulenza in materia di investimenti”* si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari.

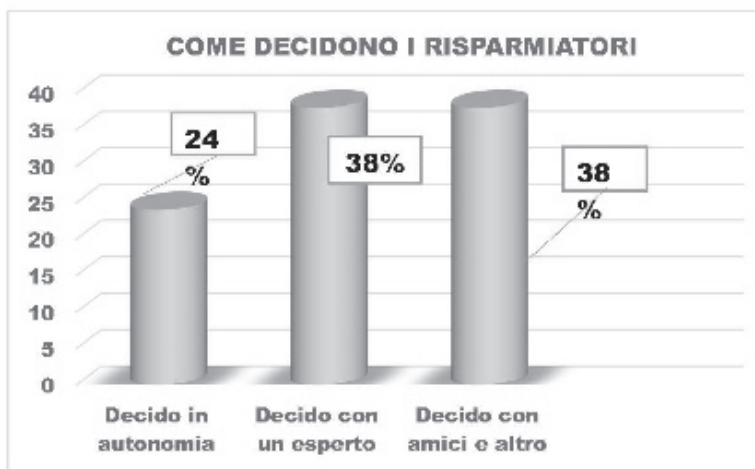
Una definizione che sicuramente non ci aiuta a capire quello che oggi “è” la consulenza finanziaria e che appare alquanto riduttiva. Rappresenta il servizio di consulenza come un grande scaffale con una molteplicità di “prodotti” da acquistare dove il professionista consiglia al risparmiatore/cliente il prodotto da acquistare. Questa rappresentazione, a nostro avviso, è ancorata ad un servizio di pianificazione finanziaria anacronistico, fermo agli anni della promozione finanziaria, senza tenere conto della innovazione di mercato, tecnologica e economica degli ultimi decenni che ha fatto sì che nel mondo del risparmio sono cambiate, ma anche moltiplicate, le esigenze delle famiglie che domandano un servizio che tiene conto di molte variabili come abbiamo avuto modo di verificare nei capitoli precedenti.

La percezione della consulenza finanziaria è strettamente legata al concetto di educazione finanziaria; più sono evoluto e informato più riesco a fare una valutazione del servizio offerto e, conseguentemente, più “mi fido” dei consulenti.

Che questo paradigma corrisponde al vero è dimostrato dal fatto che ancora troppo pochi in Italia si affidano ai consulenti per prendere decisioni in materia. Nel grafico di seguito è

palese come soltanto il 38 % dei risparmiatori si avvale di un esperto. Inoltre, non è meglio specificato che cosa si intende con il termine “esperto”, in quanto spesso l’essere esperti di una materia potrebbe essere eccessivamente ampio come concetto (consulente, dipendente di banca, assicuratore, trader, ecc.)

Fonte: Consob 2016 – Elaborazione Polimanti



Questa è la visione della consulenza finanziaria che hanno i risparmiatori oggi nell’industria del risparmio gestito, potenziali clienti, i quali si aspettano che il lavoro del bravo consulente finanziario sia quello di fargli ottenere, alla fine, più soldi del consulente finanziario “meno bravo”. Si tratta della visione che l’industria del risparmio gestito ha inculcato nella testa dei potenziali clienti con anni di pubblicità, articoli di giornali più o meno direttamente orientati, trasmissioni radio-televisive, ecc.

È la visione della consulenza-prodotto: come prodotto deve avere un risultato chiaro e facilmente identificabile affinché io lo possa scegliere fra altri prodotti simili.

La consulenza finanziaria come “processo”. Torniamo alla definizione giuridica della consulenza finanziaria che s’incenta sull’output del consulente, ovvero le raccomandazioni personalizzate ad acquistare, vendere o detenere strumenti finanziari.

L’impressione è che si trae dal dato normativo è quello di focalizzare l’attenzione sul rendimento in considerazione del profilo di rischio del cliente.

Il cliente per molti anni è stato acquisito dall’industria finanziaria promettendogli, esplicitamente o implicitamente, che investire con lui anziché con altri gli avrebbe portato maggiori rendimenti. Il “consulente” rappresenta “l’esperto” che, in qualche modo, deve dimostrare che le sue raccomandazioni soddisfino le aspettative che lui stesso ha generato per acquisire il cliente.

Il problema di questa impostazione è che si basa sull’inganno dell’idea che un esperto possa sapere quali siano gli investimenti “giusti” per il prossimo futuro. La realtà è che non esiste una combinazione di strumenti finanziari “giusta”.

Non esiste neppure una combinazione giusta per un determinato “profilo di rischio”. E, se vogliamo, non esiste neppure un modo univoco di determinare un “profilo di rischio”. Il concetto stesso di “rischio” è discutibile. Il profilo di rischio “reale”, si percepisce solo dopo una conoscenza approfondita con il cliente che si realizza solo dopo tempo e non sempre è sufficiente.

Purtroppo le cose sono molto più complesse. Fare scelte finanziarie significa fare “scelte in condizioni d’incertezza”. La cosa più importante (ed è già molto) che può fare un consulente finanziario, se è onesto *in primis* con sé stesso e poi con il suo cliente, è quello di offrire un corretto processo d’investimento, non promettere rendimenti totalmente fuori dal suo controllo, ma focalizzando l’attenzione sulle effettive esigenze del cliente, espresse o meno che siano. Individuate

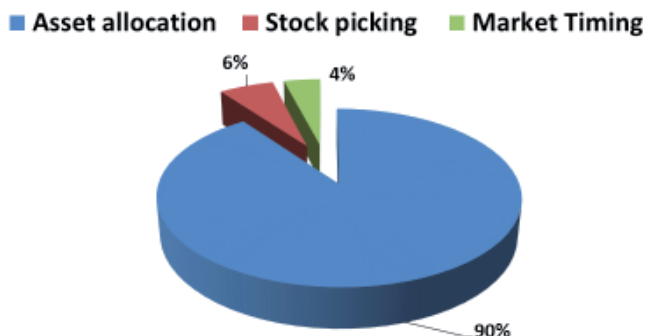
le esigenze si si può procedere alla comprensione delle reali aspettative sui rendimenti ed i rischi dei mercati finanziari, come sintetizzato nello schema sottostante.



A questo punto diventa fondamentale determinare quello che in gergo tecnico si chiama *asset allocation*, ovvero la suddivisione del patrimonio in classi di attività finanziarie (diversificazione degli investimenti), in base alle esigenze, orizzonte temporale e profilo di rischio. La costruzione dell'asset allocation è fondamentale, perché è questo che determinerà il rendimento del portafoglio dell'investitore (si veda il grafico sottostante). È dimostrato, infatti, che le altre strategie nel lungo termine non pagano. Sto parlando del *market time*, ovvero cercare di anticipare le tendenze del mercato (comprare a minimi e vendere ai massimi), strategia di difficilissima applicazione. Anche lo stock picking non paga, intendendosi un determinato approccio all'investimento azionario che si basa sulla accurata selezione delle singole azioni da detenere in portafoglio attraverso lo studio dei bilanci e delle storie societarie.

Cosa determina la *performance* di portafoglio ?

Fonte: Brinson, Singer, Beebower, *Determinants of Portfolio Performance*, in *Financial Analysts journal* n. 3, 1991



Terminata questa prima fase si può procedere a stabilire le regole d'investimento, ovvero le strategie che si applicheranno. Come è ovvio, questa è una fase che richiede tempo, tanto tempo. Il lavoro del consulente è quello d'informare il cliente su cosa può aspettarsi applicando certe strategie in luogo di altre. In altre parole, si tratta in buona parte di fare formazione; "educazione finanziaria".

E' scontato che la visione della consulenza finanziaria come consulenza come processo sia la "vera" consulenza e sia da preferire dalla consulenza-prodotto, ma non è affatto scontato che sarà la visione più diffusa in futuro. Ci sono molte ragioni per dubitarne.

La consulenza di processo tende a "spaventare" l'investitore-cliente. Non è qualcosa che si "vende" facilmente, non offre spunti di marketing. Mentre, in realtà, occorre partire da un dato inconfutabile le scelte finanziarie sono in condizione di incertezza e per questa ragione un "processo" di consulenza richiede tempo, metodo e pazienza. Pertanto, se non vi è

predisposizione mentale ad accettare un servizio di questo genere la strada più breve sia per il risparmiatore che per il consulente è la vendita/acquisto del “rendimento”.

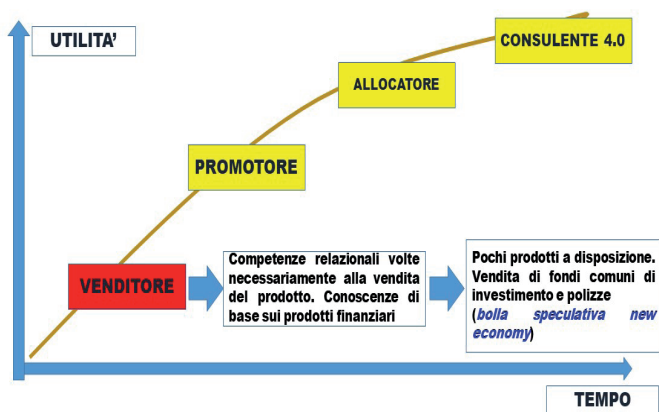
2. Un po' di storia sulla consulenza e sui consulenti

Ma se la consulenza è importante ai fini di una corretta pianificazione finanziaria e per migliorare “l'educazione dei risparmiatori” chi sono i consulenti finanziari di oggi? O meglio ancora “chi” dovrebbe essere il consulente finanziario?

Occorre sottolineare che il termine consulente è inteso in senso ampio, ovvero comprensivo sia dei consulenti in senso stretto, ovvero tutti coloro che sono iscritti all'albo unico nazionale secondo la normativa comunitaria e nazionale, sia soggetti che svolgono consulenza ma non iscritti all'albo, prevalentemente dipendenti di istituti bancari.

Volendo rappresentare lo sviluppo storico della consulenza finanziaria potremmo rappresentare come nel grafico sottostante.

EVOLUZIONE DELLA CONSULENZA



Il Consulente embrionale è presente da metà degli anni ottanta sino alla fine degli anni novanta. Nasce insieme ai fondi comuni di diritto italiano (legge 23 marzo 1983, n. 77) e nasce per la vendita di questi nuovi prodotti finanziari che si sono affacciati nel mercato italiano e che hanno rappresentato dato luogo ad una vera e propria rivoluzione nel mercato mobiliare italiano, rappresentando una valida alternativa ai titoli di stato e alle azioni (che peraltro erano quotate in una borsa piccola e poco efficiente).

Abbiamo rappresentato questa figura con il termine di “venditore” in quanto la caratteristica principale era costituita da spiccate capacità relazionali necessarie alla vendita del prodotto “fondo comune di investimento”. La formazione fornita dalle imprese di investimento (banche, SIM, ecc.) era focalizzata esclusivamente sulle cosiddette “tecniche di vendita”, ritenute prevalenti rispetto alle conoscenze tecniche e consulenziali. Il venditore aveva pochissimi prodotti a disposizione, spesso una sola casa di gestione di fondi comuni e con pochi comparti, che a mano a mano sono andate ad aumentare (dopo la metà degli anni novanta) a seguito di un processo di globalizzazione dei mercati ma soprattutto a seguito di un crescente sviluppo tecnologico che ha reso più facile la costruzione, distribuzione e negoziazione di nuovi strumenti finanziari.

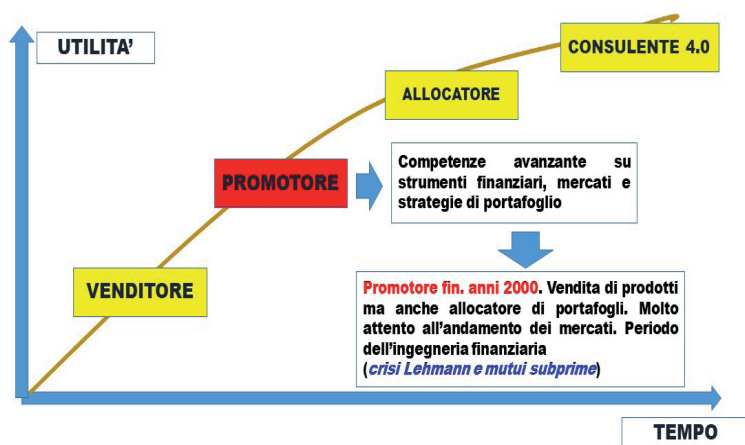
La relazione con il risparmiatore è tutta concentrata sull'aspetto del rendimento. L'obiettivo prioritario (se non esclusivo) è quello di realizzare rendimenti migliori rispetto ai titoli di stato in un periodo che questi ultimi permettevano di realizzare rendimenti particolarmente interessanti anche se rapportati con il costo della vita (si veda il grafico nel capitolo introduttivo). Il profilo di rischio del risparmiatore non è codificato, pertanto non vi è obbligo per il “venditore” di tenerne conto. Questo primo “consulente” viene travolto dalla crisi della cosiddetta *New Economy* e dal conseguente crollo

dei listini azionari. L'indice dei titoli tecnologici Nasdaq negli Stati Uniti tra marzo del 2000 e fine 2002 subisce un crollo del 70% circa, come dimostrato dal grafico sottostante:



Il venditore senza una vera e propria pianificazione finanziaria “consigliata” al risparmiatore, ma basando esclusivamente il rapporto con quest’ultimo sul rendimento, non poteva reggere l’impatto della crisi *New Economy* e necessariamente ha preparato il terreno per una nuova fase e tipologia di consulenza.

Nasce quello che io chiamo “promotore”, dove è chiaro il riferimento alla figura del Promotore di servizi finanziari come codificata dalla legge n. 1 del 1991, la quale se pur essendo data una decina di anni prima rispetto al periodo di riferimento, in realtà si afferma in modo tangibile nel corso degli anni 2000.



Alla luce dell'esperienza della crisi 2001-2003 economica e finanziaria, il promotore affina le proprie competenze tecniche riguardo la conoscenza degli strumenti finanziari e le sulle strategie di portafoglio, anche se la “vendita del prodotto” riveste ancora un ruolo importante.

In questo periodo si afferma quella che verrà definita “l'ingegneria finanziaria” da parte dell'industria del risparmio, ovvero prodotti sempre più complessi che hanno l'obiettivo di offrire rendimenti interessanti a fronte di un controllo del rischio, in quanto il risparmiatore rimasto scottato dalle perdite subite dalla crisi appena trascorsa ha ridotto sensibilmente la sua propensione al rischio.

Occorre evidenziare, inoltre, che sul fronte dei titoli di stato, a partire dal 2000, si registra una sensibile riduzione dei rendimenti, come da tabella sottostante, dove si evince che addirittura i rendimenti netti (depurati dal tasso di inflazione) sono negativi se consideriamo anche i costi di negoziazione e le imposte (colore verde), mentre solo in due casi, 2001 e 2008, abbiamo un saldo soddisfacente, ma rappresentano

l'eccezione e non la regola in quanto sono due anni di crisi particolarmente forti.

RENDIMENTI BOT LORDI E AL NETTO DELL'INFLAZIONE

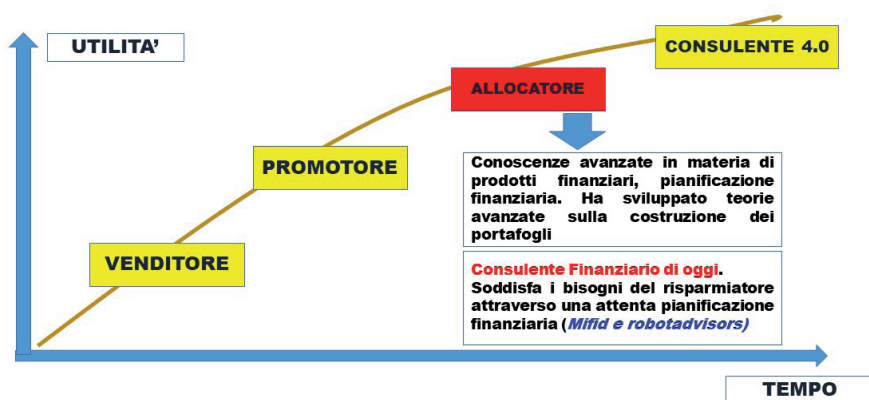
Fonte: Banca d'Italia – Elaborazione: P. Polimanti

Periodo di riferimento	Rend. BOT a 12 mesi (lordo)	Tasso di inflazione	Rend. reale BOT (lordo)
1996	9,68%	2,70%	6,98%
1997	6,50%	1,90%	4,60%
1998	5,09%	1,50%	3,59%
1999	3,10%	2,20%	0,90%
2000	3,89%	3,00%	0,89%
2001	4,47%	2,40%	2,07%
2002	3,38%	2,80%	0,58%
2003	2,41%	2,20%	0,21%
2004	2,06%	1,90%	0,16%
2005	2,21%	2,20%	0,01%
2006	2,71%	1,70%	1,01%
2007	3,88%	3,00%	0,88%
2008	3,95%	1,60%	2,89%
2009	1,84%	1,00%	0,84%
2010	0,96%	2,10%	-1,13%
2011	2,33%	3,20%	-0,86%
2012	1,61%	2,20%	-0,59%
2013	0,68%	0,70%	-0,12%

Il risparmiatore cerca, pertanto, una valida alternativa al titolo di stato ma con avversione al rischio più marcata rispetto agli anni novanta. Si diffondono quindi prodotti finanziari come le obbligazioni strutturate e le polizze vita *index linked*, con sottostante indici azionari o comunque *asset* rischiosi ma che a scadenza offrono la garanzia del capitale. Il problema è che questi tipi di prodotti, a seguito della agguerrita concorrenza nell'industria del risparmio, diventano sempre più complessi determinando una asimmetria informativa; chi vende il prodotto ha conoscenze dello stesso molto approfondite, chi lo compra non sa bene come funziona.

Il “promotore”, entra in crisi con la crisi dei mutui *subprime*

e il fallimento della *Lehman Brothers*. Il modello di consulenza, ancora poco ancorato alle effettive esigenze del cliente, è vittima ancora una volta dei mercati e, questa volta, anche dei prodotti finanziari che, in teoria avrebbero dovuto salvare il risparmiatore dalla caduta degli indici azionari. Un esempio per tutti sono state quelle polizze *index linked*, che in alcuni casi avevano come garante dell'investimento proprio la *Lehman* e che pur avendo protetto il risparmiatore dal calo delle borse non lo ha protetto dal default dell'emittente. La naturale evoluzione del “promotore” è quella che chiamo “allocatore”, come da grafico, e che corrisponde a quello che è oggi il consulente finanziario nato dalle ceneri del promotore.



L'allocatore, insieme alla conoscenza degli strumenti, sviluppa una approfondita conoscenza riguardo alla pianificazione finanziaria (si veda capitolo 4), con l'obiettivo di rispondere alle esigenze del cliente in particolare riguardo al profilo rischio-rendimento, che tra l'altro risponde ad un preciso obbligo normativo a seguito della entrata in vigore della direttiva Mifid 1 e recepita in Italia nel 2007.

L'attenzione viene posta più sui bisogni del cliente e meno sulla vendita del prodotto. Anche la formazione dei consu-

lenti si amplia su altri orizzonti, anche se focalizzata sulla costruzione dei portafogli, avvantaggiata anche dal fatto che le reti dei consulenti possono lavorare a struttura aperta, ovvero collocare non soltanto i “prodotti di casa”, costruiti dalla impresa per la quale hanno mandato, ma anche prodotti, strumenti e servizi di altre case di investimento, avendo pertanto un ventaglio di soluzioni allocativi pressoché infinite.

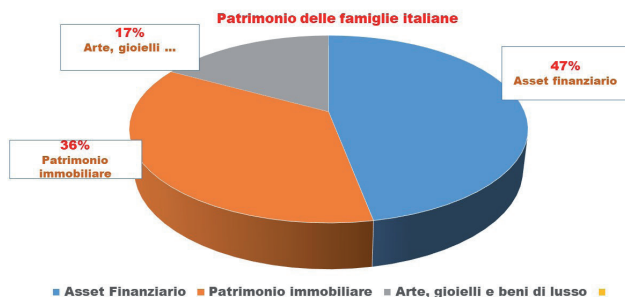
Tuttavia, l'evoluzione della consulenza dalla “vendita del prodotto” alla “vendita del servizio”, ha evidenziato i limiti del consulente “vecchia maniera”, non formato adeguatamente alle nuove esigenze del mercato e ancorato all'offerta di “rendimento” per il cliente-risparmiatore.

Tutto ciò ha determinato un sostanzioso calo nel corso di questi ultimi anni, del numero dei consulenti che esercitano la professione con la conseguenza, in mancanza di nuove leve a causa della mancanza di appetibilità della professione, dell'innalzamento dell'età media dei consulenti (oggi superiore a 50 anni).

3. La consulenza 4.0

Una volta fatto un breve excursus delle vicende della consulenza in Italia, appare utile capire quella che sarà la prossima evoluzione del settore e specificamente quelle che saranno le prospettive future per il risparmiatore e le relative tutele. Occorre evidenziare infatti tradizionalmente la famiglia italiana è tra le più capitalizzate tra i paesi avanzati, con patrimoni medi pari a circa 350 mila euro ripartiti come da grafico sottostante:

Asset patrimoniale



I cambiamenti del mercato, nuove esigenze dei risparmiatori, l'innovazione tecnologica e il diritto comunitario. Sono tutte cause di una nuova rivoluzione nel mondo della consulenza che sta cambiando il settore del risparmio in Italia.

I mercati finanziari, per effetto di una globalizzazione sempre più marcata e una innovazione tecnologica che facilita le transazioni finanziari, sono sempre più incerti. Aumenta, pertanto, la necessità di focalizzare l'attenzione sulle esigenze e i bisogni del risparmiatore, per una pianificazione che tenga conto in modo puntuale l'orizzonte temporale di ognuna delle esigenze; questo è l'unico modo per affrontare i mercati (si veda il capitolo 3). Pertanto, è evidente che la ricerca del rendimento passa in secondo piano, non che non sia importante, ma il primo passaggio è quello di esternare tutte le esigenze, anche quelle più recondite. Un lavoro da fare in combinato con l'effettivo profilo di rischio del risparmiatore, un aspetto che in passato è stato sottovalutato e affrontato superficialmente da tutti. Può sembrare in apparenza una analisi più psicologica che economica, per queste ragioni che è diventata sempre più importante la disciplina della "finanza comportamentale", che si basa sulla ricerca scientifica nell'ambito della psicologia cognitiva alla comprensione delle decisioni economiche e come queste si riflettano nei prezzi di mercato

e nell'allocazione delle risorse.

Questo richiede da parte del consulente una competenza di base multidisciplinare. Si pensi ad esempio, al risparmiatore che deve affrontare una pianificazione successoria, al fine di evitare contenziosi tra gli eredi, avendo a disposizione una serie di strumenti; il trust, il fondo patrimoniale, le polizze vita, il testamento, la donazione, il patto di famiglia se è un imprenditore. Il consulente non può non avere quelle competenze, anche di carattere giuridico, per aiutare il risparmiatore nella soluzione più adatta alle proprie esigenze. Certo, il consulente non può dare la soluzione senza l'aiuto, a sua volta, di altri professionisti come l'avvocato, il tributarista o il notaio.

Se questo è vero, l'esigenza del risparmiatore potrà trovare soluzione attraverso il lavoro di squadra, un *team* nel quale ognuno mette a disposizione le proprie competenze al fine di trovare le risposte da fornire al risparmiatore.



Oggi il consulente non può più essere il professionista che alloca le risorse economiche del risparmiatore in portafogli modello, anche perché – tornando alla innovazione tecnologica – oggi i cosiddetti *robot-advisors* sono in grado di costruire portafogli modello tenuto conto di una serie di dati del risparmiatore.

Un fenomeno molto diffuso nei paesi anglosassoni che ha determinato una riduzione del numero dei consulenti. Solo nel regno Unito, dal 2013 ad oggi, i consulenti sono passati da 40 mila a 20 mila. Inoltre, colossi come Google e Amazon hanno già manifestato l'intenzione di entrare nella consulenza finanziaria attraverso investimenti nel settore dell'intelligenza artificiale che permetterà di analizzare una gran mole di dati del cliente e sulla base di questi creare portafogli personalizzati.

Tuttavia, questa sarà solo una parte della consulenza, la partita più importante si giocherà sul rapporto personalizzato con il risparmiatore. Quest'ultimo solo se nel frattempo avrà acquisito quelle nozioni base di educazione finanziaria potrà valutare in modo adeguato il servizio offerto e la copertura di bisogni economici spesso rimangono nell'inconscio di ciascuno di noi e solo un consulente con una comprovata esperienza e formazione sarà in grado di consigliare e orientare il risparmiatore.

In altre parole, il mercato vedrà prevalere due soggetti; il *robot advisor* che costruirà portafogli sulla base delle informazioni fornite dal risparmiatore e il consulente finanziario che fornisce una consulenza altamente personalizzata. Secondo una indagine della Consob del 2016 riportata di seguito (secondo una mia elaborazione), più è alta la personalizzazione del servizio più il consumatore sarà disposto a pagarla.

Non è facile prevedere il futuro, tanto meno in un settore dove lo sviluppo tecnologico gioca una partita importante e non sappiamo dove potrà arrivare l'intelligenza artificiale. Tuttavia, si può ragionevolmente immaginare il *robot advisor* possa essere utile al consulente per costruire portafogli di investimento efficienti e, allo stesso tempo tenere sotto controllo il rischio.

4. Come riconoscere la consulenza 4.0

Nella introduzione del presente lavoro abbiamo sottolineato la scelta di non trattare i riferimenti normativi che riguardano la tutela del risparmiatore. Tuttavia, se parliamo di consulenza non possiamo tralasciare quello che le norme impongono al consulente nel momento pre-contrattuale.

In effetti, prima di fare qualsiasi proposta consulenziale vi è l'obbligo di sottoporre al cliente un questionario relativo al fine di estrapolare le caratteristiche del cliente stesso. Stiamo parlando del profilo di rischio, gli obiettivi di investimento, delle conoscenze in materia di strumenti finanziari che la direttiva cosiddetta MIFID (Markets in Financial Instruments Directive – n. 2014/65/UE).

Tuttavia, la Direttiva del 2014 in realtà segue la Direttiva 2004/39/UE cosiddetta Mifid 1. Nella Mifid 1, l'assistenza offerta dall'intermediario al cliente assume nell'impostazione della norma graduazioni diverse in relazione alla natura del servizio prestato (cfr. l'articolo 19 della Direttiva 2004/39/CE e relative disposizioni di applicazione).

Nel caso dei servizi più complessi e a maggior valore aggiunto - cioè la gestione di portafoglio e la consulenza - sono richieste all'intermediario una conoscenza approfondita del cliente e una valutazione di "adeguatezza" delle operazioni consigliate o degli investimenti compiuti per suo conto.

L'intermediario dovrà raccogliere informazioni utili a valutare il grado di esperienza del cliente in materia di investimenti, la sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi. Di seguito, controllerà che il servizio proposto corrisponda effettivamente agli obiettivi dichiarati dal cliente e non ponga a suo carico rischi che non è in grado di comprendere o sopportare. Nel caso non ottenga le informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza, dovrà astenersi dal prestare i servizi di consulenza e gestione.

Per i servizi finanziari diversi dalla consulenza e dalla gestio-

ne, l'intermediario è chiamato ad una valutazione di "appropriatezza". Deve cioè giudicare se il cliente disponga di conoscenze ed esperienza sufficienti a comprendere i rischi inerenti allo specifico prodotto o servizio proposto / richiesto, raccogliendo informazioni circa gli strumenti finanziari con cui ha maggiore dimestichezza, la frequenza delle operazioni realizzate nel passato, il livello di istruzione e la professione svolta.

Nel caso in cui il cliente decida di non fornire informazioni sufficienti ad effettuare la valutazione di appropriatezza, l'intermediario lo avvertirà di non essere in grado di determinare se il servizio o prodotto richiesto è conforme alle sue caratteristiche; potrà comunque procedere a fornirlo, una volta effettuato tale avvertimento.

Nel caso infine della "mera esecuzione di ordini", all'intermediario non corre l'obbligo di valutare che l'operazione sia appropriata alle caratteristiche del cliente: non è pertanto tenuto a raccogliere alcuna informazione. La modalità della mera esecuzione di ordini può essere applicata soltanto quando il servizio offerto abbia ad oggetto azioni quotate in un mercato regolamentato, strumenti di mercato monetario, obbligazioni ed altri titoli di debito, fondi armonizzati e altri strumenti finanziari non complessi.

La MiFID II innova significativamente la materia, introducendo il nuovo concetto di consulenza su base indipendente. Le imprese di investimento sono pertanto chiamate a specificare ai clienti se:

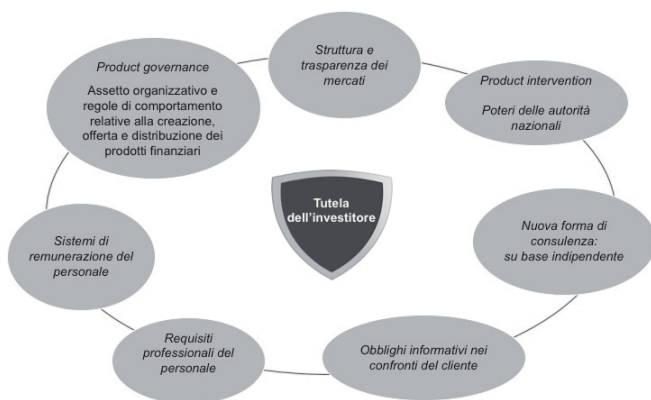
- la consulenza è prestata su base indipendente o meno;
- la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari;
- l'impresa fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Alla base del servizio di consulenza resta sempre quel fondamentale presidio di tutela dell'investitore che è rappresentato

dalla valutazione di adeguatezza. Tale valutazione si basa, anzitutto, sulla raccolta di una serie di informazioni sul cliente:

- le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo di specifico di prodotto o servizio;
- la sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere eventuali perdite;
- i suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio.

MiFID II: I 7 principali ambiti di intervento



Gli aspetti innovativi presi in esame riguardano la consulenza finanziaria, e i conflitti di interesse che può nascondere; il principio di adeguatezza, secondo cui gli intermediari devono essere in grado di raccomandare gli strumenti finanziari appropriati per il cliente – una volta tenuto conto delle sue tolleranza al rischio e della sua capacità a sostenere perdite; l’obbligo di trasparenza, in base al quale tutti i costi – e le e loro componenti – devono essere dettagliatamente rappresentati al cliente.

Pertanto, nelle due direttive Mifid, ma in particolare nella seconda, viene evidenziata la centralità della consulenza, attraverso quella rivoluzione copernicana di cui abbiamo parlato più volte in questo lavoro, del passaggio dalla “vendita del prodotto” alla “vendita del servizio”, con l’obiettivo di per-

mette al risparmiatore di uscire dalla logica del “rendimento” dello strumento finanziario acquistato ed entrare in quella di un percorso che gli permetta durante il ciclo di vita di soddisfare le esigenze e bisogni propri e della famiglia.

A conferma di questa nuova visione del legislatore comunitario vi è l'introduzione del “consulente indipendente”, ovvero del professionista retribuito a parcella e svincolato dal conflitto di interesse che affianca il consulente “non indipendente” (ex Promotore Finanziario), che è mono-mandatario di una impresa di investimento (banca, sim, ecc.). In ogni caso, per ambedue i profili professionali vi un albo unico nazionale, a riprova della centralità del consulente voluto dal legislatore.

La domanda ora che ci poniamo è se questo nuovo assetto, che si è affermato in principio nel mercato e successivamente nella normativa, che pone al centro del sistema la consulenza, funzioni oppure rimanga nelle buone intenzioni.

Quello che è certo è che il processo di cambiamento si è avviato ed è, a mio avviso, inarrestabile, e si spera che questo porti il risparmiatore acquisire fiducia nelle istituzioni finanziarie e nel sistema consulenziale, che negli ultimi anni aveva perso di slancio se non addirittura era arretrato.

Infatti, uno dei problemi riscontrati negli anni precedenti era proprio la poca trasparenza delle consulenze e delle sue commissioni, che potevano generare in alcuni casi dei conflitti d'interesse. È anche per questo che i consulenti finanziari dal 2011 al 2014 sono calati, con i clienti che decidevano di farne a meno per la poca chiarezza, anche se un sondaggio ha evidenziato che il 34% delle persone si è pentito di aver rifiutato una consulenza finanziaria, perché senza una adeguata educazione finanziaria il “fai da te” non funziona e porta, nei momenti di crisi del mercato, al dissesto delle finanze familiari. Un problema che dovrebbe essere superato con la Mifid II che ha introdotto maggiori tutele per i risparmiatori, con un approccio più flessibile e più trasparente.

Secondo Paolo Sironi, della IBM Watson Financial Services, la MiFID parla di obiettivi e si pone tra l'intermediario e il cliente con maggiore chiarezza, con meno attrito finanziario: «Esistono delle instabilità nei mercati, tra i consumatori, gli intermediari e le regolamentazioni stesse» ha continuato poi Sironi, analizzando la situazione attuale. Secondo questa visione tutto ciò è dovuto anche al fatto che il denaro stesso è un elemento emotivo e non razionale. L'obiettivo primario dell'esistenza umana riguarda la sopravvivenza alle incertezze. Oggi non siamo più nel periodo economico di crescita e c'è una inversione di tendenza nell'incertezza fondamentale, ecco perché è fondamentale ripartire dai consumatori, dai bisogni degli individui, anche se questo può significare un sovvertimento della piramide di Maslow.



In sostanza però torniamo al punto di partenza; tutti necessitiamo di una pianificazione finanziaria posta in essere con metodo pazienza e professionalità, che ponga al centro di tutti i bisogni del risparmiatore.

Per raggiungere questo obiettivo non sono sufficienti delle

leggi che si prodighino a tutelare il risparmiatore, anche la migliore delle leggi senza una educazione finanziaria adeguata, fallisce tutti gli obiettivi. In futuro, ci sarà un modello diverso di business delle banche e le persone che avranno una maggiore consapevolezza del denaro e per arrivarci preparati, assume un ruolo di primaria importanza l'educazione finanziaria.

Pertanto, affinché tutto ciò si realizzi occorre uno sforzo di tutti quanti. In primo luogo, dello Stato, che comprenda una volta per tutte che investire in educazione finanziaria significa investire nel futuro della società.

In secondo luogo, da parte dell'industria finanziaria con servizi effettivamente incentrati sulle esigenze del cliente e scevra da conflitti di interesse fornisca effettivamente consulenza uscendo dalla vendita del prodotto finanziario "costruito in casa".

In terzo luogo, da parte del risparmiatore che abbia la curiosità di approfondire conoscenze in materia al fine di migliorare il proprio benessere economico ma anche psicologico. Siamo tutti consapevoli che fare pianificazione finanziaria richiede impegno e pazienza ma oggi, dopo la fine dello Stato sociale, diventa sempre più contingente.

CAPITOLO 4

GLI STRUMENTI FINANZIARI

di Federico Moriconi

1. Nozione di strumento finanziario

La nozione di strumenti finanziari si fonda sul concetto di relazione di investimento: essi rappresentano beni economici non in senso materiale (non sono ‘cose corporali’, nonostante in alcuni casi possano essere rappresentati da certificati cartacei) e neppure costituiscono l’oggetto immateriale di diritti assoluti al pari delle privative industriali; si sostanziano invece in rapporti bilaterali, costruiti attorno all’allocazione di risorse finanziarie tra due parti.

I principali strumenti finanziari sono rappresentati da: azioni e obbligazioni, quelli che originariamente venivano definiti “valori mobiliari”. Tuttavia, nel corso degli anni l’industria finanziaria ha visto la nascita di molteplici strumenti finanziari tanto da dare luogo ad una vera e propria “ingegneria finanziaria”; azioni e obbligazioni rappresentano ancora oggi le “materie prime” di gran parte degli strumenti finanziari presenti nel mercato finanziario.

Con il termine “strumento finanziario”, pertanto, si fa riferimento ai valori mobiliari; agli strumenti del mercato monetario (per esempio, buoni del tesoro, certificati di deposito e carte commerciali), alle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio e ai contratti su strumenti derivati (per esempio, contratti di opzione, future, swap). I mezzi di pagamento, invece, non sono strumenti finanziari.

Infine, i valori mobiliari, intesi come sottocategoria degli strumenti finanziari, sono valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio le azioni di società, le obbligazioni e gli altri titoli di debito.

Pertanto, sul piano giuridico, gli strumenti finanziari differiscono dalla più ampia categoria indicata con il termine “pro-

dotti finanziari”, che comprende anche i mezzi di pagamento e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.

2. Le azioni

Le azioni sono titoli partecipativi che attribuiscono al possessore la qualifica di socio e gli vengono attribuiti una serie di diritti economici, tra i quali il diritto di partecipare all’assemblea dei soci, il diritto di informativa e controllo, il diritto di partecipare agli utili, ecc. Tutti diritti previsti dalla normativa contenuta nel codice civile

Proprio perché il possessore delle azioni è, di fatto e di diritto, socio e proprietario pro-quota della società, partecipa al destino dell’azienda, sia nell’ipotesi che la stessa produca utili, sia nell’ipotesi che l’azienda si trovi nelle condizioni di registrare passività.

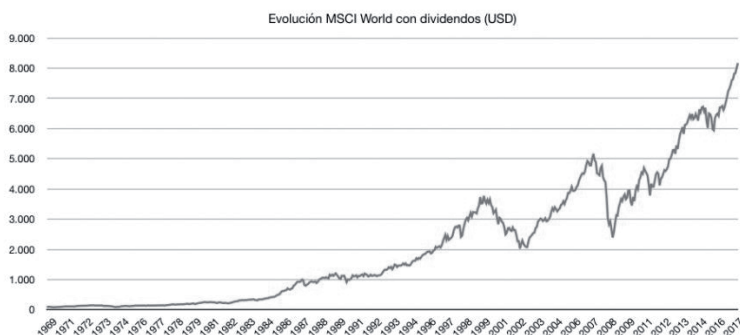
Proprio per queste caratteristiche le azioni sono considerate “capitale di rischio”, rappresentato della partecipazione al progetto imprenditoriale e, quindi, pienamente soggetto al rischio d’impresa. Per tale motivo al capitale di rischio non è associata una remunerazione minima, in quanto dipende dal risultato di gestione raggiunto. Inoltre, in caso di perdite rilevanti dell’impresa con conseguente avvio della procedura di liquidazione, prima si procede al rimborso dei creditori (ad esempio gli obbligazionisti) e poi, con i mezzi residui, si rimborsano i titolari del capitale di rischio (ad esempio gli azionisti). Per tale motivo si afferma che i portatori di capitale di rischio hanno diritti residuali, in quanto la loro soddisfazione rispetto al valore dell’azienda avviene solo in via successiva alla soddisfazione degli altri portatori di capitale.

L’altra faccia della medaglia è rappresentata dal fatto che le azioni possono attribuire agli investitori rendimenti potenzialmente infiniti, se le vicende economiche della società sono tali da essere considerate meritevoli da tutti coloro che deside-

rano investire in capitale di rischio determinando l'aumento del prezzo delle azioni della società e in considerazione di una aspettativa della crescita degli utili e, quindi, dei dividendi.

L'investimento in azioni comporta in ogni caso un grado di rischio elevato, in quanto, come si è già detto, il risparmiatore partecipa alle vicende dell'azienda, il cui andamento non è facilmente preventivabile. Pertanto chi decide di investire in azioni deve essere consapevole del fatto che può subire perdite di portafoglio anche particolarmente rilevanti, ma, a differenza di altri strumenti finanziari, può ottenere anche guadagni più alti.

Come abbiamo visto nel capitolo riguardante la pianificazione finanziaria, al fine di abbassare il rischio in un portafoglio azionario, occorre attendere tempi lunghi per ottenere il rendimento atteso. Il grafico sottostante, rappresenta l'andamento dell'indice MSCI World, ovvero il mercato azionario globale, per un periodo che va dal 1969 sino al 2017, ove si evince che nonostante alcune crisi particolarmente marcate, nel lungo periodo la curva è in continuo rialzo.



Se guardiamo attentamente il grafico, anche successivamente alla crisi del 2008, che può essere considerata senza ombra di dubbio come tra le peggiori (se non la peggiore in assoluto)

degli ultimi cento anni, il risparmiatore che avesse investito in azioni nel momento in cui avevano raggiunto la quotazione più elevata (estate 2007), nell'arco di qualche anno avrebbe recuperato tutte le perdite (2012) e successivamente ottenuto guadagni non trascurabili (ma per quanto riguarda l'aspetto dell'orizzonte temporale si rinvia al capitolo della pianificazione finanziaria).

Inoltre, l'azionista partecipa agli utili societari che vengono riconosciuti e distribuiti sotto forma di dividendi. Questi sono pagati di solito una volta all'anno a tutti coloro che ad una determinata data sono in possesso delle azioni della società.

Le azioni non hanno scadenza e possono essere tenute fin quando si ritiene utile averle in portafoglio. I principali diritti derivanti dal possesso dell'azione sono la partecipazione agli eventuali utili societari e alla gestione della società (a seconda del tipo di azione). L'azione rappresenta uno strumento finanziario a capitale non garantito in quanto non è previsto il rimborso del capitale ad una determinata scadenza.

In ogni caso la legge vigente prevede diverse tipologie di azioni, stabilite dall'emittente. Pertanto volendole classificare per tipologia abbiamo quanto segue.

– *Azioni ordinarie*: si tratta delle azioni più diffuse, ovvero titoli rappresentativi di una quota del capitale di una società e che attribuiscono ai loro possessori il diritto di voto nelle assemblee e il diritto ai dividendi. Non danno alcun privilegio in sede di distribuzione degli utili e in caso di fallimento della società. Le azioni ordinarie, inoltre, sono strettamente nominative e consentono al suo sottoscrittore di ricevere la quota di liquidazione nel caso in cui la società venga sciolta.

– *Azioni privilegiate*: si tratta di azioni che non consentono ai loro detentori di votare nel corso delle assemblee, tuttavia vengono privilegiate in sede di ripartizione degli utili in quanto i loro possessori ricevono un dividendo maggiore

rispetto a quello attribuito in relazione alle azioni ordinarie. Questi vantaggi di ordine economico sono poi equilibrati dal fatto che le azioni privilegiate vengono emesse solitamente (ma non si tratta di una regola) a voto limitato.

– *Azioni di risparmio*: anche in questo caso si tratta di azioni che non attribuiscono ai loro detentori il diritto di votare nel corso delle assemblee, ma vengono privilegiate in sede di distribuzione degli utili. Questa tipologia di azioni, in particolare, attribuisce il diritto ad un dividendo minimo del 5% del valore nominale dell'azione. Nel caso in cui gli utili superino tale soglia bisognerà ripartirli in modo tale da far sì che il loro dividendo sia superiore a quello delle azioni ordinarie di almeno il 2% del valore nominale dell'azione stessa.

– *Azioni di godimento*: si tratta di azioni che non costituiscono una parte del capitale sociale e che vengono emesse quando la società delibera di ridurre il capitale sociale perché è esuberante per il conseguimento dell'oggetto sociale. Tali azioni attribuiscono al possessore il diritto a partecipare al riparto degli utili e, in caso di scioglimento della società, danno diritto a partecipare al riparto del patrimonio, dopo che le altre azioni sono state integralmente rimborsate.

Le azioni possono assumere differenti valori tra cui il valore nominale (valore della quota del capitale sociale rappresentato da ogni azione), valore patrimoniale (è dato dividendo il patrimonio netto della società per il numero di azioni) e il valore di mercato (quello che risulta giornalmente dai listini di borsa e indica il valore di scambio delle azioni).

3. Obbligazioni

Le obbligazioni sono titoli di debito (per il soggetto che li emette) e di credito (per il soggetto che li acquista) che rappresentano una parte di debito acceso da una società o da un ente pubblico per finanziarsi. Un'obbligazione è un prestito a un'emittente da parte di un investitore. Governi, società ed

enti locali emettono bond per soddisfare il proprio fabbisogno di capitale. Chi acquista un titolo di Stato presta denaro a un governo.

Esse garantiscono all'acquirente il rimborso del capitale (al termine del periodo prestabilito) più un interesse (la remunerazione che spetta a chi acquista obbligazioni in cambio della somma investita).

Le obbligazioni sono emesse allo scopo di reperire, direttamente tra i risparmiatori e a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle dei prestiti bancari, capitali da investire. Il vantaggio per la società emittente deriva da tassi di interesse solitamente inferiori rispetto a quelli che sarebbe costretta a pagare rivolgendosi ad un finanziamento bancario di eguale scadenza (se paragonati a finanziamenti chirografari, vale a dire quei prestiti che non prevedono garanzie reali, o ai fidi, cioè lo scoperto di conto corrente) mentre l'investitore beneficia di un tasso maggiore rispetto a quello di un investimento in liquidità e ha la possibilità di smobilizzare il proprio investimento sul mercato.

Il detentore di titoli di debito di una società, pur assumendosi il rischio d'impresa a differenza dell'azionista, non partecipa all'attività gestionale dell'emittente, non avendo diritto di voto nelle assemblee. In compenso, tuttavia, la remunerazione del capitale di rischio azionario è subordinata al preventivo pagamento di interessi e rimborsi di capitale agli obbligazionisti.

La cedola è il tagliando allegato al certificato rappresentativo dell'obbligazione che, staccato dal certificato, consente al possessore la riscossione degli interessi. La cedola è pagata durante la vita del titolo e può avere diverse periodicità, le più frequenti sono su base trimestrale, semestrale e annuale.

L'interesse può essere fisso (stabilito a priori) o variabile (solitamente indicizzato al Libor o all'Euribor maggiorato di uno spread o ad altri tassi ufficiali e di norma aggiustato

semestralmente o annuale). Spesso, per incentivare la sottoscrizione, l'emissione avviene sotto la pari, cioè il valore nominale (ovverosia il valore che verrà rimborsato a scadenza) è maggiore rispetto al prezzo di sottoscrizione (che è quello che si paga per acquistare il titolo): in questo modo aumenta il rendimento. Tuttavia, le obbligazioni possono essere anche "zero coupon" ovvero strumenti che non pagano interessi sotto forma di cedole durante la loro vita ed il rendimento è dato unicamente dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di sottoscrizione. Molto più raramente le obbligazioni vengono prezzate alla pari (valore di emissione e valore nominale uguali) o sopra la pari (valore nominale minore del prezzo di emissione).

Come qualsiasi prestito, anche sulle obbligazioni si paga un interesse periodico e a una data prefissata, detta scadenza, l'investitore si vedrà restituire il capitale inizialmente investito. Supponiamo che una società voglia costruire un nuovo stabilimento da \$1 milione e decida di emettere obbligazioni per contribuire al pagamento di tali costi. La società decide di vendere agli investitori 1.000 bond da \$1.000 l'uno. In questo caso il "valore nominale" di ogni bond è pari a \$1.000. La società – d'ora in avanti l'emittente – stabilisce il tasso di interesse annuo, detto anche cedola, e il periodo di tempo entro il quale rimborserà il capitale iniziale (\$1 milione). Per determinare la cedola e assicurarsi che sia competitiva rispetto a quella di bond con caratteristiche simili e quindi interessante per gli investitori, l'emittente prende in considerazione la situazione generale dei tassi di interesse. La società potrebbe decidere di vendere obbligazioni a cinque anni con una cedola del 5% annuo. Trascorso tale periodo, il bond arriva a scadenza e l'emittente restituisce il valore nominale di \$1.000 a ogni obbligazionista. La durata dell'investimento riveste un ruolo importante per determinare il rischio e il rendimento potenziale che un investitore può attendersi. Un

bond da \$1 milione rimborsato in cinque anni è considerato meno rischioso di uno di uguale ammontare con scadenza trentennale poiché in un periodo di trent'anni sono molti di più i fattori che potrebbero influire negativamente sulla capacità dell'emittente di restituire il capitale iniziale agli obbligazionisti. Il maggiore rischio assunto investendo in un bond a più lunga scadenza è direttamente legato al tasso di interesse, o cedola, che l'emittente deve pagare sul bond. In altre parole, più lungo sarà l'investimento, più alto sarà l'interesse. Potenzialmente quindi un investitore godrà di rendimenti più elevati su bond a più lunga scadenza, ma al contempo si assumerà maggiori rischi.

In ogni obbligazione è insito un certo rischio di insolvenza dell'emittente, che potrebbe fallire o non rimborsare interamente il prestito. Le agenzie di rating indipendenti valutano il rischio di default, o rischio di credito, degli emittenti obbligazionari e pubblicano giudizi sul merito di credito che aiutano gli investitori nella determinazione del rischio e del tasso di interesse dei singoli bond. Un emittente con un rating elevato pagherà un interesse più basso rispetto a un emittente con un merito di credito inferiore. Come detto, gli investitori che acquistano bond a basso rating potrebbero beneficiare di rendimenti più elevati, ma devono anche fare i conti con il maggiore rischio di default dell'emittente.

3.2. Le tipologie delle obbligazioni

Obbligazioni a tasso fisso: sono obbligazioni che remunerano l'investimento a un tasso di interesse fisso stabilito prima dell'emissione. All'interno della categoria delle obbligazioni a tasso fisso è tuttavia possibile distinguere almeno due diverse tipologie di obbligazioni, che prevedono che il tasso fisso prestabilito cresca o diminuisca durante la vita del titolo (si tratta, rispettivamente, delle obbligazioni “step up” e “step down”). In questo caso si può assistere ad una variazione del

valore del titolo in quanto il prezzo di vendita può risultare maggiorato o ridotto in seguito a variazioni del tasso di mercato, tale considerazione risulta molto importante in quanto nel caso si abbia un incremento dei tassi di mercati, assisteremo ad una ascesa dei prezzi delle obbligazioni già in corso, ciò è dovuto ad una potenziale maggiore remunerazione dei nuovi titoli e quindi ad una svalutazione del titolo precedentemente acquistato ad un tasso più basso. Allo stesso modo se il tasso di mercato scende, il titolo in corso assumerà un valore maggiore rispetto al valore

Obbligazioni a tasso variabile: sono obbligazioni che remunerano l'investimento a un tasso di rendimento che varia in base a un parametro di riferimento, che può essere di natura monetaria, finanziaria o in base all'andamento del prezzo di materie prime. Il tasso varia a determinate scadenze temporali seguendo i tassi di mercato. Ad esempio, molte obbligazioni a tasso variabile hanno un rendimento legato all'Euribor a 3 o 6 mesi. Altre obbligazioni possono essere legate al Libor, mentre ad esempio in Italia l'obbligazione a tasso variabile più diffusa è il CCT, il cui rendimento è legato a quello dei BOT. Insomma, a parametri del mercato monetario. Un'altra tipologia di obbligazioni a tasso variabile sono le obbligazioni inflation linked, il cui rendimento è legato all'andamento dell'inflazione.

Questa struttura fa sì che questi titoli abbiano un andamento esattamente opposto rispetto a quelli a tasso fisso al variare di tassi di interesse ed inflazione. Infatti, se i tassi salgono un'obbligazione a tasso fisso viene penalizzata, visto che gli investitori potranno comprare nuove obbligazioni ad un rendimento più alto rispetto alle vecchie. I titoli a tasso variabile, invece, guadagnano quando i tassi salgono se hanno cedole legate a parametri di mercato monetario, oppure quando sale l'inflazione se sono di tipo inflation-linked. Spesso inflazione e tassi di interesse salgono insieme. Obbligazioni Zero-

Coupon (o Zero-Coupon Bonds, abbreviato ZCB): sono obbligazioni senza cedola (coupon) che quindi non liquidano periodicamente gli interessi ma li corrispondono unitamente al capitale alla scadenza del titolo. La duration di uno ZCB è uguale alla sua vita residua.

Obbligazioni strutturate: sono obbligazioni il cui rendimento dipende dall'andamento di un'attività sottostante.

Obbligazioni subordinate: sono obbligazioni il cui rimborso, in caso di procedura fallimentare, avverrà solo dopo aver soddisfatto tutti i creditori privilegiati e chirografari. Gli strumenti in oggetto staccano una cedola periodica ma non è detto abbiano una scadenza predefinita. In questo caso prevedono un'opzione di rimborso anticipato a favore dell'emittente, da esercitare a partire da una certa data. Le obbligazioni subordinate sono spesso denominate "junior" per distinguerle da quelle non subordinate (o "senior"). Hanno una rischioosità maggiore, naturalmente incorporata nei rendimenti, rispetto a quella delle obbligazioni senior. Il rischio è legato proprio al fatto che, in caso di fallimento della banca, il portatore viene soddisfatto dopo gli altri creditori senior. In altri casi, l'investitore può subire perdite (in certi casi irrecuperabili) anche qualora la banca non diventi insolvente ma semplicemente si trovi in una qualche difficoltà operativa.

Rendite perpetue: sono obbligazioni che corrispondono perpetuamente una cedola predefinita. Tali obbligazioni non presuppongono nessun rimborso a termine. Il contratto è disciplinato dagli artt. 1861-1871 c.c.. Alla rendita perpetua sono assimilate tutte le prestazioni annue perpetue costituite a qualsiasi titolo e anche per atto di ultima volontà. Una rendita perpetua può essere costituita in corrispettivo dell'alienazione di un immobile (rendita fondiaria) o della cessione di un capitale (rendita semplice), ovvero quale onere di queste transazioni. La rendita semplice deve essere garantita con un'ipoteca sopra un immobile (altrimenti il capitale

è ripetibile). È redimibile a volontà del debitore, nonostante patto contrario, ma le parti possono stabilire che il riscatto non possa avvenire durante la vita del beneficiario o prima di un dato termine che non può essere superiore a 10 anni (art. 1865 e 1866 c.c.). La rendita perpetua è sempre redimibile a volontà del debitore, nonostante qualunque patto contrario, ma le parti possono stabilire che il riscatto non deve avvenire durante la vita del beneficiario o prima di un certo termine che non può essere superiore a 10 anni. Le modalità del riscatto sono stabilite da leggi speciali (l. 11.6.1925 n.998, r.d. 7.2.1926 n. 426, l. 1.7.1952 n. 701, l. 22.7.1966 n. 607 concernenti l'affrancazione di canoni, censi e prestazioni periodiche). L'esercizio del riscatto avviene mediante il pagamento di una somma di ammontare equivalente al valore attuale (impropriamente il c.c. impiega il termine capitalizzazione) della rendita annuale sulla base dell'interesse legale.

Obbligazioni callable: sono delle obbligazioni a tasso fisso per le quali l'emittente si riserva la facoltà di rimborso prima della reale scadenza delle stesse. Ciò per consentire all'ente emittente del titolo di rimborsare l'obbligazione quando il tasso risultasse più elevato di quello di mercato con un aggravio del prestito per lo stesso. Chiaramente questo comporta che all'emissione il tasso sia mediamente più elevato di quello di mercato per compensare l'investitore del rischio di rimborso anticipato.

Obbligazioni convertibili: sono obbligazioni che incorporano la facoltà di convertire, a una scadenza prefissata, il prestito obbligazionario in azioni secondo un rapporto di cambio predeterminato. Un'obbligazione convertibile in azioni, per esempio, implica che il sottoscrittore dell'obbligazione possa decidere di ricevere, alla scadenza del prestito obbligazionario, azioni della società emittente o di altra società anziché denaro. La convertibilità delle obbligazioni consente ai loro possessori di partecipare quindi all'incremento del prezzo

dell'azione. Il tasso di conversione obbligazione/azione sarà tale che il prezzo delle azioni dovrà aumentare in modo notevole prima che tale conversione possa avvenire convenientemente. L'emissione di questa tipologia di obbligazioni è un modo che l'azienda ha per evitare di trasmettere segnali negativi al mercato, poiché questa operazione lascia sottintendere che il management si aspetta buone performance aziendali in futuro e un incremento del prezzo dell'azione. Un'emissione azionaria invece sottintende che il prezzo dell'azione è elevato o è destinato a scendere in futuro, rientrando così nell'ottica manageriale che predilige la tutela degli azionisti attuali. La conversione obbligazionaria può avvenire secondo le due modalità diretta e indiretta. La modalità diretta prevede semplicemente la conversione da parte dell'obbligazionista delle proprie obbligazioni ad un rapporto prefissato in azioni della società emittente. La conversione indiretta prevede invece la conversione in azioni di una società diversa da quella emittente le obbligazioni. Generalmente la conversione viene sospesa in particolari periodi dell'anno, ovvero in occasione di particolari eventi societari quali la distribuzione dei dividendi o l'approvazione del bilancio.

5. I titoli di Stato

I titoli di Stato sono obbligazioni emesse periodicamente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per conto dello Stato con lo scopo di finanziare (coprire) il proprio debito pubblico o direttamente il deficit pubblico. I diritti di credito incorporati nel titolo possono essere corrisposti al sottoscrittore del prestito sia mediante lo scarto di emissione (ossia la differenza tra il valore nominale e il prezzo di emissione o di acquisto), sia mediante il pagamento di cedole (fisse o variabili) durante la vita del titolo. Alla scadenza dell'obbligazione lo Stato rimborsa il capitale iniziale. L'acquisto dei titoli di stato può essere effettuato sia in asta al momento dell'emissione,

sia sul mercato secondario; in ogni caso occorre farlo tramite una banca o un intermediario finanziario. Fino al 1999 i titoli di stato erano consegnati fisicamente (ossia in forma cartacea) all'acquirente, che poi doveva recarsi in banca per la riscossione degli interessi previo "stacco" di una "cedola" allegata al titolo stesso. Da questo modo di corresponsione degli interessi deriva la frase "staccare la cedola", ancora oggi in uso, anche se le modalità di riscossione sono radicalmente diverse. Oggigiorno i titoli sono tutti "dematerializzati" e rappresentati da iscrizioni contabili a favore: chi li acquista ha come prova d'acquisto e di possesso, rispettivamente, la ricevuta bancaria e l'estratto conto dei titoli registrati sul deposito titoli intestato all'acquirente. Ciò consente l'accredito diretto su conto corrente delle cedole e del capitale a scadenza. I bond cartacei al portatore sono privi di valore legale.

Buoni Ordinari del Tesoro (BOT): titoli a breve termine, della durata di 3, 6 e 12 mesi, privi di cedole, il cui rendimento è dato dallo scarto di emissione. Normalmente la durata delle emissioni è pari a tre, sei e dodici mesi anche se lo Stato si riserva di emettere titoli con durate diverse. Sono stati emessi titoli con durata pari a due mesi e uno con durata pari a 136 giorni (regolamento 15 febbraio - scadenza 30 giugno 2008). Il BOT viene rimborsato "alla pari" cioè il valore di rimborso coincide con il valore nominale del titolo, pari a 100. Il titolo viene emesso senza cedola e quindi il rendimento è dato dalla differenza tra il valore di rimborso (valore nominale) e il prezzo di emissione, che è "sotto la pari", vale a dire inferiore al valore nominale. Per i BOT a tre mesi e a dodici mesi il giorno d'asta è il 15 di ogni mese, mentre per i BOT a sei mesi il giorno d'asta è la fine mese.

Btp Italia: titoli della durata di 4, 6 o 8 anni, nei quali le cedole sono indicizzate all'andamento dell'inflazione italiana; Il titolo ha durata poliennale (usualmente con scadenze di 3, 5, 10, 15, 30 o 50 anni) e presenta cedole annuali pagate semestral-

mente (ad esempio, un BTP al 6% paga due cedole semestrali del 3% l'una). Il rendimento è dato dal tasso fisso della cedola e dalla differenza tra il prezzo di emissione e quello di rimborso. Si tratta di un titolo a capitale garantito, ossia prevede alla scadenza il rimborso dell'intero valore nominale. Il prezzo di un BTP è dato dalla somma del valore attuale di una rendita posticipata le cui rate corrispondono al valore costante della cedola C più il valore attuale del valore nominale V che si riceverà alla scadenza.

Certificati di Credito del Tesoro (CCT): titoli della durata di 7 anni e cedole variabili semestrali, legate al tasso Euribor a 6 mesi più una maggiorazione (spread). Da marzo 1991 vengono emessi con durata settennale, in precedenza vi sono state emissioni con scadenze molto diversificate (tra i due e i dieci anni). Vengono assegnati con asta marginale. Le aste si tengono normalmente con cadenza mensile e sono generalmente riaperture della precedente emissione dello stesso titolo. Solitamente, con cadenza annuale vi è un'asta di emissione di nuovi titoli. I mercati secondari su cui sono scambiati sono il MOT (Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato) per piccoli importi (1.000 € o multipli) ed il Mercato telematico a pronti dei Titoli di Stato (MTS) per scambi superiori a 2,5 milioni di euro. Sono titoli di credito al portatore o all'ordine, con rendimento a tasso variabile. Gli interessi sono corrisposti tramite cedole semestrali posticipate (vi sono stati casi, in passato, di emissioni con cedola annuale), il cui rendimento è pari al rendimento dei BOT semestrali nell'ultima asta che precede il godimento della cedola, aumentato di uno spread che dal 1996 è stato fissato a 15 punti base (0,15%). Il rimborso avviene alla pari in un'unica soluzione alla scadenza.

Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ): titoli della durata di 24 mesi, privi di cedole; Non avendo cedole tutta la remunerazione consiste nello scarto di emissione, ovvero la differen-

za tra il valore nominale a cui il titolo viene rimborsato a scadenza e il prezzo pagato all'atto della sottoscrizione. In effetti, i BOT possono essere considerati un caso di CTZ, da quali si differenziano esclusivamente per la durata; 3, 6 o 12 mesi nel caso dei BOT, 24 mesi per i CTZ. Inoltre la tassazione è, per i soli BOT, anticipata, per cui il prezzo d'acquisto è aumentato dall'aliquota che si applica alla plusvalenza.

Buoni del Tesoro Poliennali (BTP): titoli della durata di 3, 5, 10, 15 e 30 anni, con cedole fisse semestrali; il titolo ha durata poliennale (usualmente con scadenze di 3, 5, 10, 15, 30 o 50 anni) e presenta cedole annuali pagate semestralmente (ad esempio, un BTP al 6% paga due cedole semestrali del 3% l'una). Il rendimento è dato dal tasso fisso della cedola e dalla differenza tra il prezzo di emissione e quello di rimborso. Si tratta di un titolo 'a capitale garantito', ossia prevede alla scadenza il rimborso dell'intero valore nominale

Buoni del Tesoro Poliennali Indicizzati all'inflazione europea (BTP€i): titoli della durata di 5 e 10 anni, nei quali sia il capitale rimborsato a scadenza, sia le cedole semestrali sono rivalutati in base all'andamento dell'inflazione europea, misurato dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nella zona euro con esclusione del tabacco, calcolato mensilmente da Eurostat. Questi titoli garantiscono una protezione contro l'aumento dei prezzi in Europa. Questo schema riassume le tipologie di Titoli di Stato, la loro durata e come avviene la remunerazione:

<u>TITOLO</u>	<u>DURATA</u>	<u>REMUNERAZIONE</u>
BOT	3, 6, 12 mesi	Scarto di Emissione (differenza tra 100 e prezzo di emissione)
CTZ	24 mesi	Scarto di Emissione
BTP	3, 5, 10, 15, 30, 50 anni	Cedole fisse semestrali e scarto di emissione
BTP€i	5 e 10 anni	Cedole fisse semestrali, scarto di emissione, rivalutazione del capitale e delle cedole all'inflazione europea.
BTP Italia	4, 6, 8 anni	Cedole fisse semestrali, calcolate in base al capitale rivalutato all'inflazione italiana, scarto di emissione.
CCT	7 anni	Cedole variabili semestrali e scarto di emissione
CCTeu	5 e 7 anni	Cedole variabili posticipate, semestrali indicizzate al tasso Euribor a 6 mesi più un margine (spread) e eventuale scarto di emissione

5.1 I fondi comuni di investimento

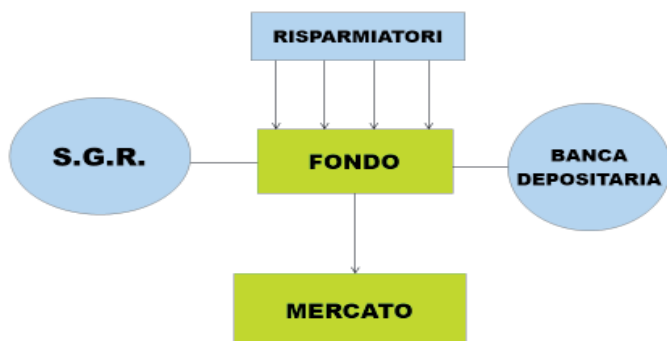
Quando parliamo di fondi comuni di investimento entriamo nel settore del risparmio gestito; ovvero la quota di accantonamento personale affidata dal risparmiatore ad uno o più gestori

professionali che, nell'ambito di un mandato ricevuto, provvedono ad amministrare le risorse loro conferite.



Fonte: Borsa italiana

Con l'espressione risparmio gestito si fa dunque riferimento alle attività di gestione professionale del risparmio operate dai fondi comuni di investimento mobiliare e dalle SICAV, all'attività di gestione di patrimoni mobiliari individuali (comunemente definita GPM) effettuata da banche e da società d'intermediazione mobiliare (SIM), nonché alle attività di investimento per conto dei risparmiatori operate dai fondi pensione e dalle compagnie di assicurazione nell'ambito della cosiddetta previdenza complementare. I fondi comuni sono strumenti di investimento, gestiti dalle società di gestione del risparmio (sgr) che riuniscono le somme di più risparmiatori e le investono, come un unico patrimonio, in attività finanziarie (azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.) o, per alcuni di essi, in immobili, rispettando regole volte a ridurre i rischi. Sono suddivisi in tante parti unitarie, dette quote, che vengono sottoscritte dai risparmiatori e che garantiscono uguali diritti.



Accanto alla forma tradizionale, sgr/fondo comune, la stessa attività di investimento può essere svolta dalle società di investimento a capitale variabile (sicav) o a capitale fisso (sica). In teoria, la differenza è netta, perché il fondo comune è un patrimonio a sé stante, costituito con il denaro dei sottoscrittori e gestito dalla sgr, mentre le sicav e le sica sono vere e proprie società di cui i sottoscrittori divengono soci con tutti i relativi diritti (ad esempio il diritto di voto). In pratica, sia i fondi che le sicav e le sica svolgono lo stesso tipo di attività, per cui nel prosieguo con il termine “fondo” ci riferiamo anche alle “sicav” e alle “sica”. I soggetti che caratterizzano un fondo comune di investimento sono:

- *La società di gestione (SGR)*. La SGR ha come obiettivo quello di effettuare la gestione del capitale del fondo nel modo più efficiente ed efficace possibile, traducendosi in pratica nel fare compravendita di prodotti finanziari nel migliore interesse degli investitori del fondo. La SGR è composta da soggetti esperti nei mercati finanziari (cd. money manager o gestori) il cui lavoro consiste nella compravendita di strumenti finanziari che consente il trasferimento del capitale del fondo su diversi titoli anche variando il comparto di riferimento o l'area geografica nel rispetto delle regole che sono definite nel cd. regolamento

del fondo (definito dall'art. 37 del Testo Unico Finanziario come il documento che “definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo”) al fine di ottimizzare le performance del fondo stesso.

Le SGR sono quindi coloro che definiscono come verranno investiti i risparmi di chi ha aderito al fondo e sono state istituite nel 1998 con l'entrata in vigore del Testo Unico sulla Finanza, sono iscritte in un apposito Albo tenuto da Banca d'Italia sotto la attenta vigilanza della stessa Banca d'Italia e della Consob nell'ambito delle rispettive competenze.

- *La Banca depositaria.* Questa detiene la custodia del patrimonio del fondo, vigilando anche sulla correttezza e legittimità delle operazioni della SGR. La stessa controlla quindi che le emissioni e i rimborsi delle quote, e il calcolo del loro valore siano conformi alla normativa e al relativo regolamento del fondo. Il compito della banca depositaria è anche quello di eseguire praticamente tutte le operazioni dettate dalla SGR fungendo quindi da esecutore e controllore delle operazioni.
- *I risparmiatori,* chiamati anche fondisti sono coloro che partecipano con i propri risparmi al fondo comune di investimento e su cui ricadranno i relativi profitti/perdite del fondo in modo proporzionale alla partecipazione detenuta attraverso l'acquisto e il possesso di quote del fondo stesso.

5.1 I vari tipi di Fondi Comuni di Investimento.

Una prima differenza molto importante è quella tra fondi aperti e fondi chiusi. I fondi Aperti consentono in qualsiasi momento la sottoscrizione delle quote o il rimborso delle stesse e solitamente investono in attività finanziarie quotate nei mercati regolamentati. Il fondo aperto, cioè a capitale va-

riabile, rappresenta la forma più comunemente utilizzata nel campo dei fondi comuni di investimento. Il suo patrimonio varia continuamente (sia nella composizione che nel valore) in relazione agli acquisti e alle vendite realizzate sul mercato a opera dei gestori del fondo, e all'andamento del saldo netto tra nuova raccolta e riscatti chiesti dai partecipanti; è suddiviso in "quote" e il valore di ciascuna quota si determina come rapporto tra il totale delle attività nette del fondo e il numero delle quote in circolazione. I partecipanti al fondo aperto hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo. All'interno dei fondi aperti evidenziamo i cosiddetti "Fondi Armonizzati" ovvero fondi comuni di investimento che sono costituiti in paesi appartenenti all'Unione Europea, soggetti al rispetto di regole comuni al fine di tutela di coloro che investono attraverso limitazioni e frazionamenti dei rischi assumibili da tali fondi. La vigilanza di un fondo ammortizzato appartiene al paese di origine del fondo, mentre all'autorità del paese o dei paesi ove il fondo è venduto spetta solo la vigilanza sulla conformità delle modalità di commercializzazione.

I fondi Chiusi invece permettono la sottoscrizione delle quote solo in determinati periodi chiamati "periodi di offerta" che avviene solitamente prima dell'inizio della loro operatività mentre il rimborso avviene in momenti determinati specifici come ad esempio a scadenza del fondo. Questi fondi si caratterizzano per investimenti poco liquidi ovvero monetizzabili nel breve periodo come per esempio investimento in beni immobili o società non quotate nei mercati regolamentati.

I fondi comuni, inoltre possono essere distinti a seconda della politica di investimento; per quanto riguarda questa classificazione, riportata di seguito, è particolarmente riduttiva, in quanto all'interno di ogni categoria, come un gioco di scatole cinesi, troviamo altre categorie che caratterizzano in modo

più preciso il fondo; ad esempio se prendiamo la categoria dei fondi azionari, a sua volta possiamo distinguere tra fondi geografici (azionari Europa, Usa, Paesi emergenti, ecc.), fondi settoriali (azionari energia, farmaceutici, tecnologici), per dimensione societaria (azionari small cap, large cap, mid cap); pertanto, per semplicità ci siamo limitati a macro-categorie.

Fondi Monetari: sono caratterizzati da un'altissima liquidità poiché investono in strumenti di investimento a breve termine ovvero con vita residua uguale o inferiore ad un anno. Questa tipologia di fondo ha l'obiettivo di ridurre al minimo il rischio e viene scelto principalmente per essere una alternativa alla detenzione di risorse sul conto corrente tramite l'acquisto di titoli esclusivamente in Euro stando al riparo dai rischi di variazione dei tassi di interesse. Questi fondi sono caratterizzati anche dal fatto di non avere né commissioni di ingresso né di uscita ma solamente delle piccole commissioni di gestione annue.

Fondi Obbligazionari: investono principalmente in obbligazioni e Titoli di Stato e sono quindi chiaramente poco legati alla volubilità del mercato rispetto i fondi azionari ma in genere anche meno redditizi. Come tutti i fondi comuni di investimento anche questi presentano il rischio emittente (si veda capitolo 2), e ciò riguarda soprattutto la categoria di fondi obbligazionari più redditizi chiamati "*high yield*" che solitamente pagano un extra rendimento proprio a causa della maggior rischio (esempio obbligazioni dei paesi emergenti o di emittenti considerati rischiosi).

Fondi Bilanciati: sono dei fondi che investono una parte del portafoglio in titoli azionari e un'altra parte in titoli obbligazionari in proporzioni fissate a priori dal regolamento del fondo (es. 30% azionario e 70% obbligazionario, la cui composizione una volta fissata deve essere rispettata). Anche per la categoria dei fondi bilanciati non ne esiste un'unica tipologia ma ne troveremo anche di molte diverse in relazione alle

percentuali tra azioni e obbligazioni in portafoglio ed in base allo stile di gestione.

Fondi Azionari: i fondi azionari investono prevalentemente in titoli azionari e rientrano sicuramente nei fondi con maggiori possibilità di rendimento ma anche a maggior rischio di subire perdite, quindi ad alta volatilità, caratteristica tipica delle azioni.

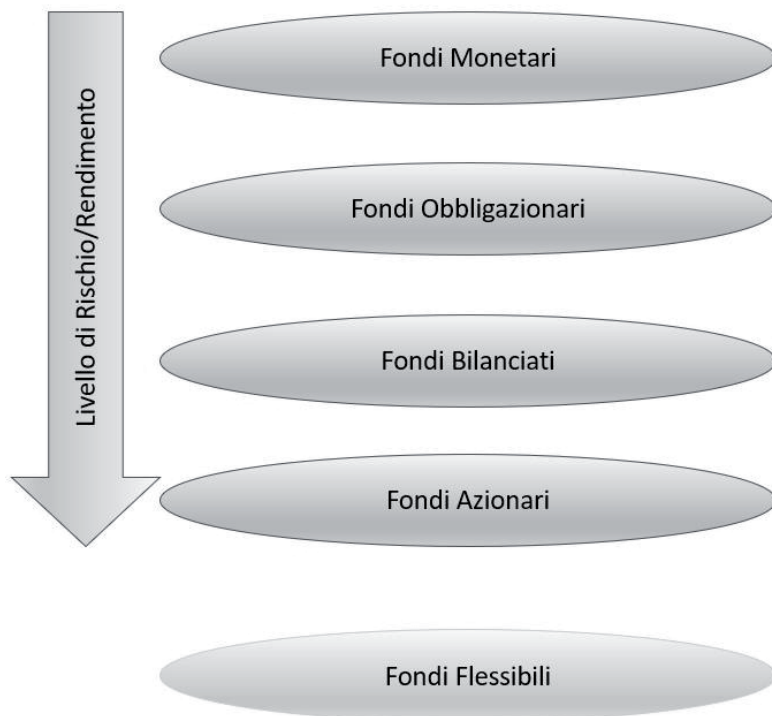
Fondi Flessibili: sono molto simili ai fondi bilanciati ma a differenza di questi non sono vincolati al rispetto di specifiche percentuali di composizione tra titoli azionari e obbligazionari in portafoglio (possono decidere di investire dallo 0% al 100% in azioni con la possibilità di modificare tali percentuali) avendo quindi una maggiore libertà nella gestione del fondo che potenzialmente potrebbe permettere l'ottenimento di maggiori performance modificando la percentuale azionaria e obbligazionaria in base al momento e al sentimento di mercato del gestore.

Nell'immagine qui sotto vengono rappresentate le tipologie di fondi comuni di investimento in base al loro livello di rischio/rendimento. I Fondi Flessibili sono qui classificati a parte in quanto, data la maggiore libertà del gestore rispetto agli altri difficilmente sarà possibile posizionarli in maniera statica.

Non vanno assolutamente confusi i fondi comuni con i cosiddetti "fondi indice", tipicamente gli Exchange Traded Fund (ETF) contrattati come se fossero delle azioni in borsa.

Gli ETF normalmente non adottano una gestione definita "attiva", ovvero quando obiettivo del gestore è quello di fare meglio dell'indice di riferimento e quindi in definitiva fare meglio del mercato, che caratterizza i fondi comuni d'investimento. Gli ETF, invece, si basano su una gestione "passiva", riproducendo fedelmente la composizione di un determinato indice e il loro valore ne segue quindi pedissequamente l'andamento. Non a caso i costi degli ETF sono generalmente più

bassi di quelli di un fondo comune.



5.2. I vantaggi dei fondi comuni di investimento.

I fondi comuni di investimento hanno il vantaggio sicuramente della diversificazione che non potrebbe essere sicuramente raggiunto da un singolo risparmiatore, investendo in una ampia gamma di strumenti finanziari definita dalla *asset allocation* ovvero dalla allocazione del patrimonio totale del fondo tra i vari strumenti a disposizione.

Altro vantaggio è quello che le risorse dei fondi comuni sono gestite da team altamente qualificati e specializzati che gli dovrebbero consentire di prendere le decisioni maggiormente vantaggiose per i fondisti potendo anche battere il mercato ovvero ottenere performance migliori della media di mercato

permettendo di beneficiare di migliori rendimenti nelle fasi di rialzo di mercato e perdite più contenute nelle fasi di discesa del mercato di riferimento.

Ultimo vantaggio ma non per importanza dei fondi comuni rispetto ai titoli singoli è quello della distinzione del capitale della società che gestisce il fondo e il patrimonio del fondo stesso. Il patrimonio gestito dal fondo è un patrimonio separato dal capitale della società che lo gestisce, garantendo quindi l'impossibilità che i possibili creditori della società di gestione del fondo possano rivalersi sul patrimonio investito in caso di problemi di solvibilità.



Base: possessori di almeno un prodotto gestito.

Fonte: Indagine Prometeia - Ipsos

5.3. La valutazione del fondo comune di investimento.

Dopo aver enunciato tutte le caratteristiche fondamentali dei fondi comuni di investimento occorre evidenziare che per un risparmiatore la cosa più complessa è quella di fare una scelta consapevole che ci permetta quindi di comprendere tutte le caratteristiche dello strumento che ci si trova a prendere in considerazione, ma ancora più importante è quello di com-

prendere se il fondo corrisponda alle nostre esigenze e al nostro profilo di rischio.

Il primo gradino è la lettura di un documento denominato KIID (*Key Investor Information Document*). Questo è obbligatoriamente consegnato al risparmiatore che sottoscrive il fondo su cui sono presenti le seguenti informazioni chiave:

- **Politica e finalità dell'investimento:** le tipologie di strumenti in cui il fondo investe e l'area geografica di riferimento se rilevante.
- **Il profilo di rischio-rendimento:** I fondi sono contraddistinti da un indice sintetico di rischio che si esprime in una valutazione numerica che parte da 1 (minimo rischio) a 7 (massimo rischio).
- **Costi del fondo.** Il gestore del fondo per l'attività che svolge ottiene un profitto che è dato dalle commissioni di ingresso e/o di uscita, da commissioni di gestione annue e da eventuali commissioni di performance. La conoscenza da parte del potenziale investitore di tali costi è fondamentale per la realizzazione di una decisione ponderata e consapevole in quanto tali costi possono sia erodere le performance del fondo sia essere proposte in modi differenti per prodotti identici (es. una Sicav può possedere due fondi comuni di investimento identici che si differenziano per il modo in cui vengono applicate le commissioni come la presenza di commissioni di ingresso e non di uscita o viceversa).
- **Rendimenti del fondo.** Per ciascun fondo è obbligatorio presentare i rendimenti dei precedenti 10 anni di gestione, anche se bisogna fare attenzione a non farsi ingannare da questi in quanto non è detto che queste performance possano verificarsi in futuro ma sicuramente contribuiscono a valutare l'operato del gestore fino a quel momento soprattutto rispetto agli altri fondi della stessa tipologia conseguiti da altri gestori e alla media del mercato di ri-

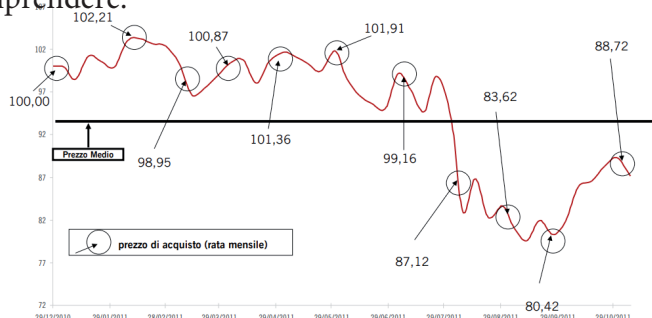
ferimento.

Dopo aver acquistato il fondo il risparmiatore può monitorare nel tempo il proprio investimento tramite il valore della quota del fondo (disponibile su quotidiani economici e siti internet).

Inoltre, nel tempo possono intervenire modifiche che la SGR ha deciso di apportare e che devono essere comunicate obbligatoriamente a ciascun partecipante del fondo in merito ad esempio alla variazione delle politiche di investimento, alla identità del team di gestione, aumento dei costi di gestione etc.

6.1 I Piani di Accumulo di Capitale (PAC)

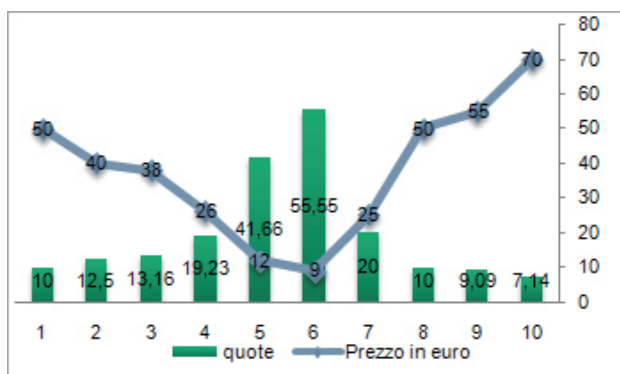
I piani di accumulo di capitale, o PAC sono una modalità di investimento che presuppone di investire del denaro per es. in un fondo comune di investimento, poco alla volta a periodi scadenziati nel tempo invece che effettuare un investimento in una singola soluzione unica. Il PAC quindi prevede di investire il denaro tramite l'acquisto periodico di uno strumento finanziario a scadenze regolari e con importi costanti ad esempio supponiamo di voler investire 100.000 euro in un fondo comune di investimento azionario, invece che effettuare un unico investimento iniziale di 100.000 euro, effettuiamo un primo acquisto ad es. di 20.000 euro ed ogni mese successivo acquistiamo 5000 euro fino al 17esimo mese in cui effettueremo l'ultimo acquisto. Un esempio grafico può aiutarci a comprendere:



Si osserva come l'acquisto a periodi costanti nel tempo ha portato alla formazione di un prezzo di acquisto medio che sicuramente comporta una diminuzione del rischio.

I vantaggi di questa metodologia sono principalmente: eliminare il rischio di acquistare con tempistiche errate, effettuare investimenti anche se non si possiedono immediatamente ingenti risorse di denaro ed evitare di cadere nei classici errori comportamentali dei risparmiatori (es. tendenza dei risparmiatori di investire quando i prezzi sono vicini ai massimi e disinvestire quando questi sono vicini ai minimi) "obbligando" questi ad acquisti costanti.

Il grafico (vedi sotto) mostra il numero di quote in più acquistabili quando il fondo scende, in questo modo si attenua anche la volatilità.



Su cosa dobbiamo fare attenzione quando intendiamo effettuare questa strategia di investimento? I PAC risultano una ottima metodologia di investimento ma anch'essa come tutti gli investimenti non è priva di rischi. In questo caso dobbiamo fare attenzione al fatto che dopo un determinato periodo, gli acquisti ulteriori inizieranno ad incidere sempre di meno riguardo il prezzo medio per cui se lo strumento dovesse subire un forte trend ribassista si potrebbe comunque ricorrere in perdite ingenti e per questo è necessario comunque farsi

seguire da professionisti seppur tale metodica diminuisca notevolmente i rischi relativi ad un investimento. Altro aspetto su cui fare attenzione è quello riguardante i costi in quanto il consumatore, ad ogni acquisto, sostiene delle spese fisse come per es. quelle amministrative e quando si parla di piccoli apporti mensili possono incidere in maniera rilevante nei futuri rendimenti.

7. I prodotti assicurativi.

Generalmente chiunque sa cosa è una assicurazione, ovvero uno strumento che permette di controllare un evento futuro e incerto, proteggendo dai rischi che questi eventi potrebbero riservare, ma d'altra parte non tutti conoscono in maniera completa tutte le varie tipologie di strumenti assicurativi a disposizione che si differenziano in base a diversi elementi e che rispondono quindi ad una moltitudine di esigenze. Le varie tipologie di prodotti assicurativi sono raggruppate in sezioni chiamate rami assicurativi in base alla loro somiglianza.

7.1. Rami Danni

Le polizze assicurative che rientrano in questa categoria coprono da eventi che possono danneggiare dei “beni” appartenenti al patrimonio di una persona (come per esempio l'auto e l'abitazione), la possibilità che l'assicurato abbia un guadagno futuro, il patrimonio complessivo e anche la stessa persona (intesa come integrità fisica). All'interno di questa categoria possiamo distinguere dei sottogruppi ovvero:

- Danni contro le cose.

In questa categoria rientrano i danni che possono essere arrecati a beni fisici e tangibili che possano essere soggetti a furti, atti vandalici, incendi etc.

- Danni contro le persone.

Riguardano le polizze che tutelano contro malattie e infortuni o altri eventi che potrebbero impedire di lavorare

o più in generale anche eventi che potrebbero portare a concreti economici.

- Tutela del patrimonio.

Si riferiscono alle componenti Assicurative volte a tutelare il patrimonio di un individuo o della famiglia tra cui anche la particolare categoria riguardante le richieste di risarcimento per danni provocati accidentalmente a terzi (la cd. Responsabilità civile) e particolari tipologie di spese non previste (es. particolari spese mediche).

7.2. Rami Vita

Questa tipologia di polizze racchiude le categorie che prevedono il versamento della compagnia al cd. Beneficiario un capitale o una rendita nel momento in cui si possa verificare un evento attinente alla vita umana, dell'assicurato o del contraente (figure che possono sia coincidere che essere distinte). L'obiettivo principale è quello della tutela dell'assicurato e/o della sua famiglia le cui modalità di risarcimento possono differenziarsi in diverse metodologie come ad esempio la erogazione di un capitale in una soluzione unica od una rendita periodica. Anche le assicurazioni dei rami vita possono differenziarsi in differenti categorie. Partiamo dalle polizze *caso vita* che offrono il pagamento dell'indennizzo nei confronti dell'assicurato quando l'assicurato risulta essere in vita alla data di scadenza del contratto. Ci sono poi quelle *caso morte*, in questo caso il pagamento dell'indennizzo avviene nel caso in cui si verifichi il decesso dell'assicurato e può essere sia una polizza temporanea che a vita intera a seconda della durata del contratto. Le polizze caso vita e caso morte possono poi incontrarsi nelle cd. polizze Miste che risultano essere un incrocio tra di esse in quanto offrono il capitale nel caso in cui l'assicurato sia vivo al momento di scadenza del contratto ma è previsto anche un indennizzo se questo dovesse morire prima della scadenza dello stesso. Ci sono poi le Index-

Linked che sono caratterizzate da una elevata componente finanziaria in quanto il capitale che rappresenta la prestazione della compagnia assicurativa è collegato alla variazione di un particolare “indice” finanziario in genere espressivo dell’andamento di un mercato azionario (es FTSE MIB di Milano). Questa tipologia di polizze prevede diverse forme la cui più comune è quella in cui si versa un Premio iniziale alla compagnia che viene poi rivalutato periodicamente in base all’incremento/decremento dell’indice di riferimento nel periodo di durata del contratto. Sempre ad alto contenuto finanziario troviamo le Unit-Linked, molto simili alla Index-Linked con la differenza che non si fa riferimento ad un indice di riferimento ma all’andamento del valore di quote di un fondo comune di investimento che può essere sia esterno che interno alla compagnia di assicurazione.

Infine ci sono le polizze rivalutabili, in questa categoria le prestazioni della compagnia di assicurazione sono legate al rendimento che l’assicuratore ottiene dall’investimento del capitale (principalmente in titoli obbligazionari in quanto meno soggetti alle oscillazioni dei mercati finanziari) ricevuto dall’assicurato. I premi raccolti dalla compagnia vengono solitamente investiti in una cd. “gestione separata”, ovvero in un comparto a sé stante differente dal resto delle attività finanziarie dell’impresa i cui rendimenti vengono consolidati ogni anno garantendo quindi una prestazione garantita da parte della compagnia secondo una percentuale che è stabilita nel contratto. È necessario sottolineare che la gestione separata è caratterizzata dal fatto che essendo i premi convogliati in un fondo distaccato dal resto delle attività dell’impresa, nel caso di fallimento della compagnia assicurativa, il capitale è comunque garantito ai clienti permettendo quindi di eliminare la componente di rischio relativa alla solvibilità della impresa di assicurazione.

Un’ulteriore classificazione delle assicurazioni sulla vita è

quella prevista dall' Art.2 del codice delle assicurazioni che determina una classificazione per rami così rappresentata:

- Ramo I. le assicurazioni sulla durata della vita umana;
- Ramo II. le assicurazioni di nuzialità e di natalità;
- Ramo III. le assicurazioni, di cui ai rami I e II, le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento;
- Ramo IV. l'assicurazione malattia e l'assicurazione contro il rischio di non autosufficienza che siano garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio o a longevità;
- Ramo V. le operazioni di capitalizzazione;
- Ramo VI. le operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa.

8. I certificates

Con certificates s'intende un investimento in un pool di opzioni europee, sia in acquisto che in vendita, scritte sul medesimo sottostante (azione, indice, quote di fondi comuni d'investimento, futures su materie prime, tasso di cambio, presi singolarmente o raggruppati in panieri).

Pertanto, i certificates possiamo definirli come strumenti finanziari derivati, ossia titoli i cui prezzi siano basati sul valore di mercato di un altro strumento finanziario, detto sottostante.

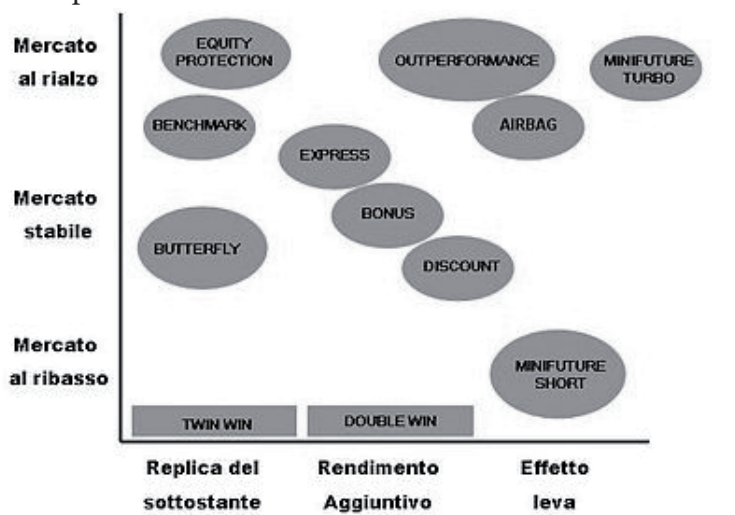
Data la strategia di opzioni di cui è composto, l'investimento non è tipizzato alla mera replica del sottostante bensì consente di ottenere a scadenza un profitto/perdita differente dal sottostante ma anche una linea di rischio/rendimento diffe-

rente da quest'ultimo.

Pertanto, troveremo sul mercato varie tipologie di certificati che possono andare da un profilo di rischio particolarmente elevato (come i certificates a leva finanziaria) fino ad un profilo molto prudente (come i certificates a capitale protetto).

Inoltre, data la molteplicità delle tipologie, i certificates permettono di investire scommettendo sia in un mercato rialzista sia ribassista, con diversi profili di rischio/rendimento, come sinteticamente mostrato dal grafico di seguito riportato.

La flessibilità dello strumento permette, pertanto, di utilizzare i certificates anche come strumento di protezione del portafoglio, in quanto alcuni tipologie di questi permettono al risparmiatore di investire nel mercato azionario, per definizione rischioso, utilizzando una sorta di “paracadute” che attutisce eventuali cadute del mercato azionario, sia con una protezione parziale (ad esempio con capitale protetto fino ad un calo del 40%) sia con protezione totale (quindi a capitale garantito). I certificates conservano, in ogni caso, il rischio emittente nell'ipotesi che l'istituto che lo ha emesso sia soggetta a procedura fallimentare.



Per quanto riguarda la fiscalità di questi strumenti i redditi derivanti dall'investimento in certificati sono considerati redditi diversi. Da ciò deriva una tassazione sul rendimento complessivo (*capital gains*) del 26,00% e la possibilità di compensazione tra minusvalenze e plusvalenze. Unica eccezione è posta qualora il certificato preveda lo stacco di cedole incondizionate. Analogamente ad un titolo a reddito fisso, il relativo importo è considerato reddito di capitale, ugualmente tassato al 26,00% ma non suscettibile di compensazione tra minus e plusvalenze.

Pertanto, il grande vantaggio dei *certificates* è rappresentato dal fatto consente di compensare le minus valenze accumulate indipendentemente dalla natura dello strumento finanziario che le ha generate.

A conclusione del capitolo nel seguente grafico vengono rappresentate le varie tipologie di strumenti finanziari sopra trattati e la loro ripartizione tra famiglie e istituzioni senza scopo di lucro a servizio delle famiglie:

Portafoglio delle famiglie (1) (milioni di euro e composizione percentuale)						
VOCI	2008		2012		2018 (2)	
Depositi e circolante	1.098.897	28,9	1.185.225	31,3	1.371.629	32,0
Titoli obbligazionari	802.103	21,1	728.171	19,2	297.064	6,9
di cui: pubblici italiani	274.237	4,7	209.612	5,0	120.427	2,8
di cui: bancari italiani	356.635	9,4	370.802	9,8	76.020	1,8
Quote di fondi comuni	230.663	6,1	288.163	7,6	515.803	12,0
Azioni e partecipazioni	923.457	24,3	744.047	19,6	957.745	22,3
di cui: azioni quotate	76.192	2,0	73.814	1,9	80.406	1,9
Fondi pensione	42.129	1,1	69.653	1,8	103.482	2,4
Assicurazioni	416.590	11,0	500.912	13,2	743.296	17,3
di cui: riserve ramo vita (3)	378.656	10,0	460.314	12,1	716.452	16,7
Altre attività (4)	290.496	7,6	272.502	7,2	298.731	7,0
Totale	3.804.336	100,0	3.788.673	100,0	4.287.749	100,0

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.
 (1) I dati sono espressi al valore di mercato e si riferiscono a famiglie consumatrici, produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Dati relativi a giugno. - (3) Una parte rilevante delle riserve ramo vita è rappresentata dai prodotti a capitale garantito non soggetti a variazioni di prezzo (circa i due terzi alla fine del 2017). - (4) Include crediti commerciali, TFR e altre parti minori.

PER APPROFONDIRE

- Alemanni B., Finanza comportamentale, scoprire gli errori che fanno perdere denaro, Formato Kindle, 2015
- Corvino G., Prodotti assicurativi vita rivalutabili. Caratteristiche, regolamentazione e gestione, IGEA, 2010
- Faggion F., L'orizzonte della previdenza complementare: Uno sguardo sulla previdenza del futuro I quaderni di Economia.it, 2019
- Ghisolfi B., Manuale di educazione finanziaria, Aragno, 2014
- Hagstrom R, Il metodo Warren Buffett. I segreti del più grande investitore del mondo, Hoepli, 2014
- Intropido M., Investire for dummies, Hoepli, 2015
- Izzo C., La guida del Sole 24 Ore agli investimenti finanziari. Gli strumenti, i prodotti, i processi, i servizi. Caratteristiche e criteri di valutazione, Il solo 24ore, Edizione online Banfi A., I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa, ISEDI, 2013
- Kiyosaki R, Padre ricco padre povero, Gribaudo Edizioni, 2004
- Liera M., La pianificazione finanziaria della famiglia. Come investire la liquidità e il risparmio, Il sole 24 ore, 2018
- Piccioni M., Gli strumenti finanziari, Ediesse, 2013
- Rigoni U, Gardenal G, Finanza comportamentale e gestione del risparmio, Giappichelli, 2016
- Saro G., Istruzione finanziaria. Basi, Formato Kindle, 2019