

## I Panama Papers possono muovere Governi e mercati

Paolo Zucca

■ Non sono chiari alcuni passaggi iniziali nei flussi dei Panama Papers, la grande fuga di documenti finanziari riservati ora a disposizione di un consorzio di testate giornalistiche. In attesa di ulteriori pubblicazioni, e delle inchieste avviate in tutti i Paesi coinvolti, qualche effetto si è già visto. Il primo ministro islandese si è dimesso, così come un componente del board di Abn Amro. Altri hanno fatto piccole ammissioni ricordando che «non c'è reato», molti altri negano e sono nella disperazione per essere stati tirati in ballo. Per i risparmiatori, ma forse in questo caso è più corretto parlare di contribuenti dei vari Paesi coinvolti, è una vicenda da non sottovalutare. L'idea che un potente del mondo, tanto più con incarichi di Governo o di massima rappresentanza pubblica, possa nascondere denaro al proprio Fisco può sconvolgere equilibri elettorali e politici. Se le irregolarità risultano confermate qualche potrebbe Borsa andare in fibrillazione.

È grave, inoltre, che personaggi di grande ricchezza per il loro talento abbiano pensato di risolvere «in proprio» la pesante tassazione domestica. Benefici per i singoli a svantaggio della collettività. Nel grande e nel piccolo, c'è chi paga anche per altri che fuggono. Sulla scia delle rivelazioni, molti Governi stanno stringendo le maglie sull'evasione fiscale. Forse torneranno soldi dall'estero. E sarebbe una buona cosa.

» a pag 3

**ALL'INTERNO****ASSICURAZIONI**

Polizze rivalutabili

Pezzatti » pagina 9

**REDDITO FISSO**

Strada in salita per BTp Italia

Gennai » pagina 14

**SALONE DEL RISPARMIO**

Fondi pensione più aperti

Criscione e Incurvati » pagina 19

**ARTECONOMY**

La Cina e gli speculatori

Marchesoni » pagina 26

CORSO DI EDUCAZIONE FINANZIARIA DEL SOLE, OGNI MARTEDÌ

## Rischi e opportunità: gli indicatori e le regole per investire in azioni

&gt;PAG. 5



ILLUSTRAZIONE DI ANTONIO MISSIERI

**INVESTIMENTI**

# ABBAGLIO CEDOLA

È una pratica finanziaria  
utilizzata dal marketing  
per rassicurare i clienti  
Non sempre c'è l'utile,  
attenti alle sorprese

**PIAZZA AFFARI**Dividendi e azioni,  
chi può "staccare" e chi no**MULTE**Banco Popolare sanzionato  
per la vendita dei fondi della casa**LA DESTINAZIONE DEI TUOI  
INVESTIMENTI DAL 1931**Per saperne di più sui fondi M&G: [mandgitalia.it](http://mandgitalia.it)



## DIAMANTE LEGAME D'AMORE



★ | *Diamond Love Bond*<sup>®</sup>

**Diamanti in Banca<sup>®</sup>**: la più esclusiva selezione, a livello mondiale, di Diamanti Naturali da 0,50 a oltre 10 Carati, Taglio rotondo brillante, Colori D-E-F (G-H su richiesta), Purezza FL-IF, Qualità Triplo Excellent, Fluorescenza Assente, certificati dal GIA- Gemological Institute of America e dall'International Institute of Diamond Grading & Research di De Beers Group. Disponibili anche diamanti Type Ila e Natural Fancy Color.

**UBI Banca** Offerta disponibile presso le filiali del Gruppo UBI Banca.  
 Quotazioni giornaliere su [www.diamondlovebond.com](http://www.diamondlovebond.com) - Tel. 02 76 00 96 91

# SOMMARIO

## DALLA PRIMA

### I Panama Papers possono muovere Governi e mercati

«L'evasione c'è e c'è soprattutto a Panama e ora andiamo a prenderceli tutti fino all'ultimo». Il viceministro dell'Economia, Enrico Zanetti, va al sodo e spera di portare a casa importanti introiti da chi avrebbe "protetto" parte dei redditi in un notissimo paradiso fiscale. Soldi di cui un po' tutti i governi hanno bisogno. Per l'Italia oltre all'introito della voluntary, e ai 14,9 miliardi record ottenuti con il lavoro dell'agenzia delle Entrate nel 2015, sarebbero flussi aggiuntivi benedetti. Forse non verranno destinati a ridurre la tassazione (come sarebbe in linea di principio corretto), saranno comunque soldi utili per migliorare servizi o ridurre il debito pubblico.

Tanti altri Paesi stanno incoraggiando il lavoro misto di giornalisti prima e magistrati poi. La Francia (anche perché coinvolta sarebbe la leader dell'opposizione Marine Le Pen) plaude, la Commissione europea aggiorna la black list dei Paesi fuori controllo e cerca anche una definizione più precisa di "paradiso fiscale".

I clienti italiani dello studio Mossak Fonseca sarebbero circa 800 e solo una parte è stata rivelata in queste ore, fra smentite, minaccia di querela e approfondimenti in corso. Sarà importante suddividere chi ha aperto società offshore senza però usarla, chi vi ha fatto affluire dei fondi, chi aveva o ha incarichi pubblici, chi ha scudato e quindi regolarizzato la posizione.

L'inchiesta può aprire anche uno squarcio sugli intermediari finanziari e professionisti, italiani ed esteri, che hanno favorito la costituzione dei fondi all'estero. Che lo abbiano fatto su richiesta del cliente, o proponendo l'espatrio a chi non lo aveva in mente, importa a questo punto pochissimo. Questa tipologia di consulenza ai grandi patrimoni, sarà forse molto richiesta e anche legale, rischia di lasciare una larga macchia reputazionale. —P.Zu.

paolo.zucca@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## BANCHE E IMPRESE, UN FORUM PER CONFRONTARSI

### AL VIA LA VII EDIZIONE

Giovedì 14 aprile torna, la VII edizione del Forum Banca e Impresa del Sole 24 Ore, a Milano in via Monte Rosa 91. Un momento di confronto tra banche e imprese sugli scenari legati alla riforma del credito. Tra gli ospiti anche Roberto

Nicastro, Presidente Banche Marche, Etruria, Carife, CariChieti, Flavio Valeri, Chief Country Officer Italy di Deutsche Bank e Giuseppe Castagna, Consigliere delegato di Bpm. Per informazioni e iscrizioni: www.eventi.ilssole24ore.com/forum-banca-2016

## IL TESORO IN SOFFITTA

**RISPARMIO & FAMIGLIA OGNI LUNEDÌ** Risparmio & Famiglia con la rubrica "Il tesoro in soffitta" a cura di Marilena Pirrelli, valuta opere d'arte e oggetti preziosi inviati dai lettori con foto e schede alla mail risparmioefamiglia@ilssole24ore.com. Lunedì il valore di due titoli antichi.

## IL BILANCIO

### AZIONARIO

PAESE/INDICI	RENDIM. ANNUO %		
	1 ANNO	5 ANNI	10 ANNI
<b>Mondiale (1)</b>			
in valuta locale	-7,79	5,79	1,77
in euro	-10,21	8,84	2,60
<b>Europa (1)</b>			
in valuta locale	-14,86	1,64	-0,67
in euro	-17,67	2,70	-0,62
<b>Nord America (1)</b>			
in valuta locale	-2,17	8,17	4,43
in euro	-5,38	12,81	5,12
<b>Pacifico (1)</b>			
in valuta locale	-19,17	4,27	-2,77
in euro	-17,49	4,53	-1,14
<b>Paesi emergenti (1)</b>			
in valuta locale	-13,43	-1,98	2,35
in euro	-21,98	-3,25	0,63
<b>Italia (2)</b>			
in valuta locale	-20,92	-2,31	-5,93

Note:  
(1) Indici MSCI senza dividendi reinvestiti.  
(2) Indice Comit.

## ALL'INTERNO DI PLUS24

### STORIA DI COPERTINA

**4 Investire informati**  
Tante cedole a cui prestare attenzione  
di *Andrea Gennai*

**5 Investire informati**  
Dividendi non basta il semplice annuncio  
di *Gianfranco Ursino*

**6 Investire informati**  
Meno sorprese con dividendi costanti  
di *Andrea Gennai*

**7 Investire informati**  
Fondi a cedola, se la garanzia non c'è  
di *D'Angerio e Ursino*



Chiuso in redazione alle 20 di giovedì 7 aprile 2016

Illustrazione di ANTONIO MISSIERI

### RISPARMIO E INVESTIMENTI

**9 Gestioni separate**  
Polizze rivalutabili regine nel 2015 con il 3,6% lordo  
di *Federica Pezzatti*

**10 Investitori**  
Fuga dalle banche europee  
di *Paolo Zucca*

**11 Finanza sostenibile**  
La via dei portafogli low carb alla francese  
di *Vitaliano D'Angerio*

**13 Rischi in chiaro**  
Allettato dai «cedoloni» Bpvi, ora deve sopportarne i rischi  
di *Marcello Frisone*

**14 Reddito Fisso**  
Sfida in salita per il Btp Italia  
di *Andrea Gennai*

**15 Mercati**  
Il ritorno di fiamma per gli emergenti  
di *Marzia Redaelli*

**16 Il Sole risolve**  
L'accredito della cedola ritarda, ma non è colpa di IwBank  
a cura di *Federica Pezzatti*

**16 La lettera**  
30enne incerto tra cassa e fondo pensione  
di *Federica Pezzatti*

### PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

**22 I dati**  
Giro d'affari di 1,7 milioni per il Salone del risparmio  
di *Gianfranco Ursino*

**24 Consulenza**  
Il fenomeno robo-advising sotto la lente dell'Europa  
di *Antonio Criscione*

**25 Risparmio tradito**  
Laxmatrioska» delle false fidejussioni  
di *Stefano Elli*

### RUBRICHE

**6 Banche e bancari**  
Croce e delizia delle sofferenze «svalutate»  
di *Nicola Borzi*

**14 Dietro i numeri**  
Sottovalutate le società finanziarie  
di *Fabrizio Galimberti*

**24 Soldi in testa**  
Le due spinte al risparmio degli italiani  
di *Marco lo Conte*

### STRUMENTI PER INVESTIRE

**27 La settimana**  
L'avversione al rischio è protagonista  
di *Marzia Redaelli*

**29 Il gestore della settimana**  
Pizem (Axa): Sandvik può crescere con la ristrutturazione  
di *Isabella Della Valle*

**30 Azioni a confronto**  
Cucinelli e Hermès nuove cucine per crescere  
di *Analisi mercati finanziari*

### INDICI E NUMERI

**35 Bond inflation linked**  
Maggiori rendimenti attesi dal Btp Italia  
a cura di *JCI Capital*

**38 Fondi chiusi immobiliari**  
Qualche timido recupero primaverile a Piazza Affari  
a cura di *Norisk*

Sezione a cura di Gianfranco Ursino

## PLUS 24

**DIRETTORE RESPONSABILE**  
Roberto Napolitano

**VICE DIRETTORI**  
Edoardo De Biasi (vicario),  
Alberto Orioli,  
Salvatore Padula,  
Alessandro Plateroti

**SUPERVISIONE E COORDINAMENTO AREA FINANZA**  
Christian Martino

**INSERTO A CURA DI**  
Paolo Zucca

**IN REDAZIONE**  
Nicola Borzi, Antonio Criscione,  
Vitaliano D'Angerio,  
Isabella Della Valle, Stefano Elli,  
Marcello Frisone, Andrea Gennai,  
Lucilla Incorvati, Federica Pezzatti,  
Marilena Pirrelli, Gianfranco Ursino

**PROGETTO GRAFICO**  
Adriano Attus  
con Laura Cattaneo e Francesco Narracci

MANCHESTER UNITED GLOBAL PARTNER

TRADING SUL FOREX  
CON UN LEADER GLOBALE

www.swissquote.it

SWISSQUOTE

Il servizio di trading su Forex e CFD da noi offerto comporta un elevato livello di rischio e può determinare perdite che eccedono l'investimento iniziale. Swissquote Ltd è autorizzata e regolata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority, con numero FCA 562170 e registrata presso la CONSOB come società senza succursale, numero iscrizione albo 3434.

### OBBLIGAZIONARIO

PAESE/INDICI	RENDIM. ANNUO %		
	1 ANNO	5 ANNI	10 ANNI
<b>Mondiale (1)</b>			
in euro	4,59	6,62	5,31
<b>Europa (1)</b>			
in euro	2,23	7,52	5,49
<b>Italia (2)</b>			
in euro	3,75	8,49	6,10
<b>Usa (2)</b>			
in euro	1,44	8,83	5,60
<b>Giappone (2)</b>			
in euro	14,79	3,22	4,40

Note:  
(1) Indici JP Morgan Global.  
(2) Indice JP Morgan delle aree di riferimento.

### INDICI DI SETTORE

SETTORE	DJ STOXX		MSCI	
	VAR. %	SETT. ANNO	VAR. %	SETT. ANNO
Alimentari D.	-1,60	12,44	-1,07	0,49
Assicurazioni	-4,34	-4,49	-2,69	-4,62
Auto	-7,86	-6,77	-6,91	-16,72
Banche	-5,96	-27,06	-2,93	-19,41
Beni Consumo	-2,21	16,46	-1,19	15,65
Beni Durevoli	-6,00	-33,09	-2,50	-0,28
Chimico	-3,55	-3,47	0,89	-4,43
Commercio	-1,98	0,82	-1,57	6,09
Costruzioni	-2,69	12,97	-1,26	1,18
Energia	-5,73	-12,03	-3,30	-22,19
Industriali	-3,49	1,29	-2,42	-10,02
Media	-3,22	6,32	-1,08	-1,77
Salute	2,22	2,47	-0,31	7,03
Servizi Finanz.	-3,25	3,95	-2,30	-15,09
Tecnologici	-2,65	5,72	-1,61	-10,01
Telecomunic.	-5,38	-2,37	-1,90	5,99
Turismo	-2,22	6,99	-1,22	7,04
Utilities	-3,86	-10,83	-2,21	-2,13

### REDDITO FISSO

PAESI	MERCATO MONETARIO		OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE	
	A 3 ANNI	A 10 ANNI	ULTIMO 1 ANNO	ULTIMO 1 ANNO
Australia	2,45	2,45	2,45	2,33
Gr. Bretagna	0,40	0,40	1,38	1,62
Canada	0,47	0,57	1,21	1,35
Danimarca	-0,09	-0,16	0,39	0,30
Svezia	-0,67	-0,25	0,43	0,41
Giappone	-0,35	-0,02	-0,06	0,35
Svizzera	-0,73	-0,81	-0,43	-0,06
Usa	0,23	4,76	1,75	1,90
Area euro	-0,25	0,02	0,12	0,19

### SU INTERNET

Tutte le tabelle complete di Plus24 su [www.ilssole24ore.com/plus24](http://www.ilssole24ore.com/plus24)

# COVER STORY

INVESTIRE INFORMATI

## Tante cedole da valutare con attenzione

Possono nascondere amare sorprese come capita nei fondi specializzati

Vitaliano D'Angerio

■ Cedola. Una parola rassicurante per il popolo dei risparmiatori italiani. Lo hanno capito gli ingegneri finanziari: oggi tutti o quasi i prodotti collocati in Italia hanno una cedola da staccare. Anche i *certificates* (vedi pagina 6).

Lasciamo agli psicologi e agli esperti di finanza comportamentale di svelare i significati reconditi della parola cedola. Qui vogliamo soltanto sottolineare che tale termine è diventato un veicolo di marketing come ben spiega, nell'intervista a fianco, lo scrittore-consulente Giuseppe Cloza. D'altronde, viene spiegato, il marketing

dà al consumatore quello che lui chiede. Quindi con chi prendersela?

IGNORANZA FINANZIARIA

Dopo i problemi finanziari delle quattro banche locali italiane (Etruria, Marche, CariFerrara, CariChieti) è emersa con decisione la necessità di una più diffusa cultura finanziaria in Italia. Il gruppo Sole24Ore è in prima linea con le guide che escono ogni martedì (la prossima è sulle Azioni). L'Abi, l'associazione delle banche, ha appoggiato l'iniziativa del Sole24Ore sul "bugiardinio" per le obbligazioni: un prospetto semplificato con le informazioni chiave da fornire ai risparmiatori. Che a questo punto avrebbero tutti gli strumenti per evitare bucce di banana stile bond Par-

malat o bond subordinati Etruria.

C'è dunque una forte iniziativa di mass media, associazioni, authority (Consob e Bankitalia in prima fila) per consentire ai risparmiatori italiani di venire a conoscenza di tutti i potenziali rischi nascosti in uno strumento finanziario. Perché la svolta è proprio questa: l'investitore ha il diritto di pretendere informazioni chiare e semplici ma ha anche il dovere di informarsi senza farsi abbagliare dalla parola cedola. Prima di acquistare un cellulare e stipulare un contratto con una compagnia telefonica, l'italiano medio si informa su tutte le possibili clausole e sui costi. Perché ciò non può avvenire con un prodotto di risparmio? Il mondo della telefonia non è più semplice di quello finanzia-

## Dividendi, non fermarsi agli annunci

Spesso gli stacchi sono straordinari e alimentati da riserve

Gianfranco Ursino

■ Tempo di dividendi. Nel periodo primaverile entra nel vivo la stagione dei dividendi con le società quotate che via via annunciano le politiche distributive dei proventi relative all'anno precedente. E dopo le proposte di stacco deliberate dai cda, arrivano le approvazioni delle assemblee degli azionisti.

Piazza Affari, tra l'altro, è il mercato che meglio si presta a veder valorizzata la politica dei dividendi. In media il listino milanese ha un rendimento del dividendo (il cosiddetto *dividend yield*) del 3%. È una media, ovvio, che vede titoli che riescono a offrire dividend yield del 12% e aziende che non distribuiscono niente.

Ma attenzione. Investire su una società, solo perché distribuisce alti dividendi, può rivelarsi pericoloso. Bisogna ponderare l'investimento

contemplando anche altri fattori, quali la valutazione del prezzo di mercato, le prospettive di crescita della società, l'origine dei flussi di cassa distribuiti e così via.

Non sempre, in primis, alti dividendi si accompagnano a buone performance borsistiche. Ad esempio, quasi tutte le banche che hanno annunciato lo stacco relativo al 2015, hanno subito pesanti perdite in Borsa nel corso degli ultimi mesi (vedi tabella a lato). Una sorta di premio di consolazione per gli azionisti. «Considerati gli attuali ratio patrimoniali - afferma Marcello Rubiu, partner di Norisk - la distribuzione di dividendi delle banche appare non particolarmente prudente. Se le vendite di Npl realizzate hanno dato un po' di respiro, le svalutazioni prospettiche potrebbero essere elevate e richiedere aumenti di capitale. Un'eccezione potrebbe essere Intesa Sanpaolo». Agli azionisti con una mano vengono elargiti dividendi e con l'altra vengono richiesti nuove somme da investire nella banca.

È necessario poi prestare attenzione all'origine delle risorse utilizzate per pagare i dividendi. «Chi in-

veste - continua Rubiu - non dovrebbe basarsi sul dividendo prossimo alla distribuzione, scontato già da prezzo di borsa, ma su quelli futuri e prospettici. Quindi quelli correnti dovrebbero servire come una proiezione di quelli futuri e non devono però essere distorti da poste straordinarie e taroccamenti. Se i proventi arrivano da risultati gestionali non straordinari e coerenti con quanto registrato in passato può essere una strategia di investimento interessante. Altrimenti si rischia di comprare un'azione a prezzo pieno e incassare un dividendo ridotto del 26% dalle tasse».

C'è anche chi distribuisce dividendi pur chiudendo il bilancio in perdita. È il caso di Eni, che in concomitanza con la discesa rilevante dei risultati economici, ha deciso di corrispondere dividendi pur in presenza di una generazione di cassa nel 2015 positiva ma non sufficiente a giustificare il cospicuo monte dividendi. Essendo il 30% di Eni in mano pubblica, i dividendi contribuiscono ad aiutare i conti statali. Hanno chiuso lo scorso anno in perdita, ma hanno deciso di staccare proventi anche Immsi, Alerion, Fila e Telecom Italia, quest'ultima solo

agli azionisti di risparmio.

Spesso i dividendi sono frutto, in tutto o in parte, di profitti realizzati negli anni precedenti o di eventi gestionali straordinari. Per Dea Capital l'importo distribuito arriva tutto da riserva, ma l'elenco delle società che hanno deciso di distribuire dividendi straordinari attingendo dalle riserve è lungo: tra quelle in tabella c'è Saes Getters, ma anche Enervit, Rai Way, Mutuonline e Cerved hanno elargito un dividendo straordinario. Anche la metà dei dividendi annunciati da Erg sono straordinari, e solo considerando il dividend yield "ricorrente" l'indicatore scende da 8,7% al 4,35% e il payout ratio del 78%. Solo per fare un esempio.

Malapù "generosa" quest'anno è Saras, che però era da un quinquennio che non distribuiva dividendi. La redditività nel 2015 è cresciuta in modo netto, riportando in positivo la gestione operativa. I margini di raffinazione, però, possono essere piuttosto erratici come visto nel 2013 e 2014. Tutte considerazioni che vanno fatti caso per caso quando si decide di puntare su un singolo titolo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### Le più "generose"

Le società con un dividend yield superiore al

Saras	
Dea Capital	
Erg	
UnipolSai	
STM	
Intesa Sanpaolo rnc	
Ascopiave	
Fidia	
Eni	
D'Amico Int. Shipping	
Intesa Sanpaolo	
Cattolica Ass.	
BB Biotech	
Generali	
Cred. Valtellinese	
Poste Italiane	
Unipol	
Csp Int. Fashion G.	
IGD Siiq	
Astaldi	
Banca Generali	
BPM	
Falck Renew	
Sabaf	
Snam	
B&C Speakers	
Saes G. rnc	
Cir	
B. Desio rnc	
Banca Mediolanum	
Save	
Tesmec	
Enel	
Servizi Italia	
Cairo Comm.	
Immsi	
Anima Holding	
UniCredit	
Ratti	
Terna	
Zignago Vetro	
Cad It	

NOTA: (\*) Rapporto tra dividendo di competenza del 2015 e ultimo (\*\*\*) Rapporto tra l'ammontare dei dividendi e l'utile di competenza

## Quei coupon (e i rischi) dei bond in valuta

Il deprezzamento della divisa esotica può azzerare la cedola

■ Il coupon è sempre stato il biglietto da visita di un investimento obbligazionario. La cedola, fissa o variabile, che i bond paga nel corso della sua vita è il primo elemento che balza agli occhi di un investitore che vuol valutare un'emissione obbligazionaria.

Per di più in un contesto di tassi ridotti ai minimi termini, è più facile cedere alla tentazione di sottoscrivere bond che offrono cedole allettanti. Ma a rendimenti elevati, corrispondono altrettanti rischi: lo sanno bene i sotto-

### Tra coupon e valute

Emissioni di enti sovranazionali in valute alto rendimento

ISIN	EMITT.	VALUTA	SCADENZA	CEDOLA	PREZZO	REND. ANNUO A SCADENZA
XS1250872998	BEI	Real Brasile	2018	10%	99,29	10,3%
XS0848049838	BEI	Rand S. Africa	2019	6%	92,958	8,4%
XS1180306216	BEI	Rupia Indonesia	2020	6,95%	98,794	7,3%
XS1140668184	BERD	Rupia India	2017	5%	98,562	6,3%
XS0490636791	BERD	Peso Colombia	2020	8%	105,942	6,2%
XS0300626479	BIS	Peso Messico	2024	7,50%	114,61	5,3%
XS0801408435	BEI	Rublo Russia	2019	7,50%	112,6	3,4%

FONTE: elaborazioni Norisk su dati Bloomberg

scrittori di bond subordinati delle quattro banche risolte che hanno visto azzerarsi i loro investimenti, dopo aver ceduto alla tentazione di sottoscrivere bond a cedole

maggiorate rispetto alle emissioni senior ordinarie. E anche le emissioni subordinate delle altre banche hanno subito notevoli contraccolpi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

rio. Anzi, a volte la terminologia è piuttosto tecnica.

**LE RESPONSABILITÀ DEI COLLOCATORI**

C'è poi chi colloca gli strumenti finanziari che dovrebbe avere nella Mifid, la direttiva Ue sui mercati, la stella polare: lì c'è tutto e viene spiegato come e a chi vendere determinati prodotti. La documentazione che viene firmata dal cliente non deve essere soltanto un modo per scaricare le responsabilità. Se allo sportello c'è una persona con scarse competenze, chi vende fondi o bond non può far leva sulla parola cedola per inserire un'obbligazione subordinata nel portafoglio dello sventurato di turno. Tanto più di questi tempi con i tassi a zero e l'impossibilità di garantire cedoloni se

non facendosi carico di grandi rischi.

**SENZA RISCHI NIENTE RENDIMENTI**

In queste pagine spieghiamo che non esiste più il prodotto *free risk*. E occhio pure alle società per azioni che pagano dividendi benché il flusso di cassa non sia tale da "sostenere" una tale politica. Per questo motivo ci sono i dati di bilancio: non c'è bisogno di una laurea in economia per capire che un'azienda non può permettersi di pagare dividendi se non ha utili. Soprattutto è necessario entrare nel seguente ordine di idee: oggi i tassi di interesse sono a zero. È impossibile che un bond o uno strumento che investa in obbligazioni (fondi o etf) possa rendere tanto. Se qualcuno vi promette percentuali da favola, fatevi

**LA PAROLA CHIAVE**

**Cedola**

È il tagliando allegato al certificato rappresentativo di un titolo che, staccato dal certificato, consente al possessore la riscossione degli interessi (in caso di titolo obbligazionario) o dei dividendi (in caso di titolo azionario) maturati, nonché l'esercizio (nel caso delle azioni) di diritti amministrativi ed economico-patrimoniali. Le cedole di un titolo sono numerate progressivamente, a indicare scadenze successive

una domanda: che c'è dentro quel fondo o etf? Sicuramente vi saranno obbligazioni di Paesi emergenti o bond high yield o agganciati a qualche moneta esotica con un "volatilità" rischio cambio. L'importante è esserne consapevoli, stabilire gli obiettivi e il periodo temporale di investimento. Infine non controllate ogni giorno il vostro portafoglio dopo aver stabilito con il consulente una determinata strategia. Negli articoli di tale inchiesta vi spieghiamo i due/tre concetti chiave. Però la raccomandazione è: lasciate perdere le cedole, sono rassicuranti ma possono nascondere amare sorprese.

@vdangerio  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

**«I coupon? Sono come le brioche vegane»**



**INTERVISTA**

**Giuseppe Cloza**

Consulente finanziario-scrittore

«Si parla così tanto della dieta vegetariana, che la signora Pina si è incuriosita e nel bar sotto casa chiede sempre la brioche vegana. Ma siamo sicuri di quello che c'è dentro quella brioche? D'altronde il marketing si adegua alle richieste dei consumatori. Vale anche per i prodotti a cedola». Giuseppe Cloza è consulente finanziario e autore di "Banca Bassotti" e "Siamo fritti", due libri che hanno messo alla berlina il malcostume di alcune banche e reti di promotori in tema di prodotti finanziari. La signora Pina è una dei protagonisti dei suoi libri.

**Sta dicendo che è la signora Pina a chiedere i prodotti a cedola? Ma non c'è qualcuno che approfitta della sua ignoranza finanziaria?**

Il malcostume esiste fra i collocatori di prodotti finanziari ma, come in tutte le cose, non si può generalizzare. Però, e mi capita spesso nel mio lavoro di consulente, glielo spiego alla signora Pina che i tassi sono negativi. Lei però mi risponde "ma a me basta il 3%, non chiedo tanto". È come parlare di universi paralleli!

**Appunto. C'è una grande ignoranza finanziaria. C'è tanto lavoro da fare. Anche le banche lo dicono. Però poi vendono fondi che come "cedola" restituiscono il capitale versato dallo stesso risparmiatore. Giusto?**

Certo, la "cedola" è un veicolo di marketing che è stato usato benissimo da molte case di gestione. Detto ciò, il risparmiatore ha il dovere di informarsi e non è così difficile: facciamo l'esempio di chi acquista un bond subordinato....

**È veramente possibile che la signora Pina acquisti un bond subordinato?**

Sì perché è un'obbligazione, un bond, ha la cedola e nell'immaginario è un prodotto sicuro.

**Invece?**

Basta leggere la prima pagina del prospetto informativo dove in neretto e lettere cubitali è scritto: "Fattori di rischio. Si può perdere tutto il capitale".

**Ignoranza e pigrizia. Ora spingono i certificate. Che ne pensa?**

Anche lì. Non bisogna demonizzare nulla. Però è necessario farsi spiegare bene il prodotto, diversificare con altri strumenti, stabilire gli obiettivi. Soprattutto non comprare in collocamento visto che pure nei *certificate* ci sono commissioni implicite che si possono evitare acquistando sul secondario. — V.D'A.

v.dangerio@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

4% tra le circa 150 che hanno già annunciato lo stacco dividendo relativo al 2015. Dati in euro al 5 aprile 2016

	DIVIDEND YIELD* IN %	DIVIDENDO UNITARIO ANNUNCIATO	ULTIMO PREZZO	VARIAZIONE % IN BORSA DA INIZIO 2015	UTILE NETTO CONSOLIDATO (MLN €)	PAYOUT RATIO
	11,9	0,17	1,43	70,3	223,7	72,3%
	9,6	0,12	1,245	-8,7	41,1	89,6%
	8,7	1	11,5	24,7	20,6	729,7%
	7,7	0,15	1,958	-12,1	711,3	59,7%
	7,6	0,352	4,622	-27,2	104,0	350,2%
	7,3	0,151	2,08	2,6	2.739,0	86,2%
	6,6	0,15	2,276	25,7	43,0	81,7%
	6,4	0,4	6,21	119,2	2,7	75,3%
	6,4	0,8	12,44	-13,9	-8.821,0	-33,0%
	6,4	0,0264	0,4135	-6,7	54,5	23,6%
	6,3	0,14	2,212	-7,2	2.739,0	86,2%
	6,3	0,35	5,58	-5,9	61,0	100,0%
	6,1	13,317	47,6	3,0	653,0	131,6%
	5,9	0,72	12,28	-27,8	2.030,0	55,2%
	5,5	0,03	0,542	-33,7	118,3	28,1%
	5,4	0,34	6,265	n.d.	552,0	80,4%
	5,3	0,18	3,398	-17,7	271,8	47,5%
	5,2	0,05	0,9615	-29,8	1,9	88,3%
	5,1	0,04	0,78	20,7	45,6	71,3%
	5,1	0,2	3,934	-20,3	80,9	24,3%
	5,0	1,2	24,01	5,8	203,6	68,4%
	5,0	0,027	0,541	-2,6	288,9	41,0%
	4,9	0,045	0,9135	-2,0	5,3	248,6%
	4,7	0,48	10,3	-7,8	9,0	61,5%
	4,6	0,25	5,4	33,8	1.253,0	69,8%
	4,6	0,35	7,58	27,5	5,0	76,7%
	4,6	0,397	8,61	64,4	8,8	96,0%
	4,5	0,044	0,9805	14,7	42,0	83,2%
	4,5	0,1016	2,28	9,7	38,2	30,0%
	4,4	0,3	6,825	26,2	204,0	108,6%
	4,3	0,542	12,55	2,2	29,2	108,7%
	4,3	0,025	0,579	1,0	7,2	37,4%
	4,3	0,16	3,714	-0,1	2.196,0	74,1%
	4,2	0,15	3,544	-10,6	12,7	36,2%
	4,2	0,2	4,73	-3,2	11,1	141,8%
	4,1	0,015	0,3629	-33,1	-9,6	-53,5%
	4,1	0,25	6,065	43,0	126,9	59,1%
	4,1	0,12	2,924	-43,6	1.694,0	42,4%
	4,1	0,1	2,45	2,8	3,3	83,2%
	4,1	0,2	4,918	32,7	595,5	67,5%
	4,0	0,235	5,815	13,9	29,0	71,2%
	4,0	0,15	3,76	0,6	1,1	119,9%

prezzo disponibile; del 2015

FONTE: Ufficio Analisi Mercati Finanziari, Thomson Reuters

**PER SAPERE TUTTO SUL RISPARMIO E SUGLI INVESTIMENTI OGNI MARTEDÌ IN EDICOLA**



**I TUOI SOLDI Investire in azioni**

Cos'è e come funziona una azione? Quali sono le conoscenze necessarie per impiegare parte dei propri risparmi nelle Borse? Cosa ci dice un bilancio? Esistono fattori che "spostano" un singolo titolo o un intero listino? Quali sono i momenti adatti per "entrare" e per "uscire" da un'azione? A questa e ad altre domande risponde l'ottava uscita del corso di educazione finanziaria del Sole 24 Ore, in edicola il 12 aprile.

**CORSO DI EDUCAZIONE FINANZIARIA**

**Gestire «I tuoi soldi»**

- 9 Investire in obbligazioni 19 aprile
- 10 Ridurre i rischi con i fondi 26 aprile
- 11 Come difendere i propri diritti 3 maggio
- 12 Il mercato di oro e gioielli 10 maggio
- 13 Investire in arte e collezionismo 17 maggio
- 14 Il risparmio e l'economia 24 maggio
- 15 Il risparmio etico e sostenibile 31 maggio

## COVER STORY

## INVESTIRE INFORMATI

## BANCHE E BANCARI

Nicola Borzi

## Croce e delizia delle sofferenze «svalutate»

Lunedì prossimo, 11 aprile, secondo rumors insistenti dovrebbe essere costituito il fondo privato, finanziato da investitori istituzionali e da Cassa depositi e prestiti con una quota di minoranza, concepito martedì 5 aprile nel vertice straordinario a Palazzo Chigi tra Governo, Banca d'Italia, Cdp, grandi banche e Fondazioni. Il fondo dovrebbe sostenere le ricapitalizzazioni e le cessioni di sofferenze di alcune banche, evitando il rischio di contestazioni di aiuti di Stato grazie a contatti continui con la Commissione europea, operando secondo le logiche di mercato e senza garanzie. Tra le banche che potrebbero essere interessate ci sono la Vicenza, impegnata in un difficile aumento di capitale, ma anche Veneto Banca, Carige ed Mps, che giovedì prossimo, 14 aprile, riunirà l'assemblea per approvare il bilancio 2015.

Proprio lo scambio tra sofferenze e aumenti di capitale — come ricordato da Plus24 sul numero scorso — è uno degli snodi cruciali. Peccato che a mettere alle corde il settore abbia contribuito la massiccia svalutazione delle sofferenze decisa da Banca d'Italia il 22 novembre con la risoluzione di Etruria, Banca delle Marche, CariFerrara e CariChieti. Quel taglio dei valori dei *non performing loans*, passati da 8,5 a 1,5 miliardi, con una riduzione al 17,6%, è divenuto una sorta di *benchmark*. Il valore è in linea con il 14,7% pagato all'Etruria da Tages per l'acquisto di Npl per 284 milioni facciali appena cinque giorni prima della risoluzione. In quella transazione, la quota non garantita del portafoglio ceduto fu venduta a un *net book value* del 3%: sarebbe interessante capire la *ratio* di questo acquisto, ma nessuno ha mai dato trasparenza alle posizioni cedute. Eppure lo stesso gruppo Tages a fine 2014 aveva proposto di acquisire 5,1 miliardi di sofferenze di Banca Marche pagandole 2,6 miliardi. Ora circolano rumors secondo i quali nei prossimi giorni, quando l'Unità di risoluzione della Banca d'Italia renderà noti i conti definitivi delle banche risolte, i crediti delle quattro banche potrebbero essere ulteriormente «ripuliti». Ma se questa nuova svalutazione dovesse avvenire, a giorne sarebbero solo i possibili acquirenti di Etruria, Marche, CariFerrara e CariChieti: per il resto del settore potrebbe essere tutt'altro che una buona notizia.

nicola.borzi@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Meno sorprese da fondi ed Etf con dividendi «costanti»

L'approccio basato su azioni con alte cedole vince negli States Per chi investe sui fondi meglio l'Europa

Andrea Gennai

Investire su titoli azionari ad alto dividendo diversificando al massimo: tutto ciò attraverso Etf e fondi. Oggi per il risparmiatore italiano ci sono numerosi strumenti a disposizione a partire dai «cloni». Esistono sostanzialmente due tipologie di Etf che investono nelle società ad alto dividendo. La prima tipologia, chiamata «High dividend», è relativa a quegli Etf che selezionano quelle azioni che negli ultimi anni hanno distribuito i dividendi più alti. Nella seconda tipologia, chiamata «Aristocrats», ritroviamo invece quegli Etf che selezionano le azioni in base all'aumento costante e progressivo dei dividendi in un orizzonte temporale anche molto lungo (20 anni).

«In termini di volatilità gli Etf sui dividendi - spiega Matteo Bussa, analista Consultique - hanno registrato un livello di variabilità simile a quella degli indici generali, non caratterizzandosi quindi per un differente grado di rischio. Per quanto riguarda invece le performance, i dati non sono univoci. Infatti, nel mercato americano, le metodologie di selezione basate sui dividendi sono riuscite a garantire una extra performance rispetto all'indice generale». Il confronto tra l'indice Aristocrats relativo alle società americane e l'indice generale di mercato, vede il primo prevalere con un risultato superiore di circa il

75% negli ultimi dieci anni. «Nello stesso intervallo temporale in Europa - continua Bussa - si è registrata invece una performance molto simile rispetto all'indice di mercato. Nell'ambito di una strategia di investimento sull'azionario, l'esposizione su titoli ad alto dividendo andrebbe utilizzata come opzione residuale accanto all'investimento, ad esempio, in un azionario globale legato all'Msci World».

C'è poi ovviamente il capitolo costi e gli Etf mostrano un indubbio vantaggio. «Il risparmio che si ottiene utilizzando Etf piuttosto che fondi comuni - continua Bussa - è pari a circa il 70%-80% in termini di commissioni di gestione. Per alcune asset class, come ad esempio l'azionario globale o quello americano, la maggior parte dei fondi comuni non riesce a battere i rispettivi benchmark di riferimento e in questi casi è pertanto consigliabile la gestione passiva utilizzando gli Etf. Sull'Europa ci sono invece più fondi che battono il benchmark e in questo caso può aver senso affidarsi a un gestore attivo sostenendo anche costi maggiori».

Anche la strategia ad alti dividendi può ovviamente avere dei rischi, come tutte le attività finanziarie. Intanto sono investimenti in azioni e quindi nulla è garantito in termini di performance. Il rischio specifico può essere quello di sovraesporre il portafoglio solo su alcuni settori specifici, ovvero solo su quelli che negli ultimi anni hanno garantito dividendi più elevati. E non è detto che la dinamica si ripeta negli anni futuri. L'approccio che va a selezionare azioni con dividendi in crescita negli ultimi 20 anni può dare maggiori garanzie sulla qualità delle società inserite in portafoglio.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Le tipologie

## COME FUNZIONANO GLI STRUMENTI

Sul mercato si possono trovare Etf e fondi ad accumulazione, che reinvestono i dividendi staccati dai titoli sottostanti, oppure a distribuzione. In quest'ultimo caso, periodicamente, vengono distribuiti i proventi derivanti dai dividendi dei titoli del paniere sottostante. In occasione dello stacco della cedola, ad esempio, il prezzo dell'Etf diminuisce di un valore corrispondente

alla cedola, esattamente come avviene per un titolo azionario. Nel caso in cui l'investitore avesse la necessità di un flusso cedolare periodico, è consigliabile optare per uno strumento a distribuzione. Il tema di dividendi invece i certificati benchmark, che replicano gli indici sottostanti, non danno i dividendi staccati dalle azioni sottostanti anche se sono più efficienti da un punto di vista fiscale rispetto agli Etf.

## ETF

Una selezione dei principali strumenti ad alto dividendo a Milano - 5 aprile Valori in percentuale

NOME	RENDIMENTO TOTAL RETURN A UN ANNO (EUR)	RENDIM. TR ANNUALE A TRE ANNI (EUR)
SPDR® S&P US Dividend Aristocrats ETF	3,39	16,41
iShares UK Dividend	-14,57	9,36
SPDR® S&P Euro Dividend Aristocrats ETF	-5,94	10,21
iShares EURO Dividend	-7,94	11,89
db x-trackers Stoxx Gbl Sel Div 100 1D	-7,94	8,15
iShares STOXX Europe Sel Div 30 (DE)	-9,14	9,99
iShares Asia Pacific Dividend	-15,37	-2,41
iShares DJ US Select Dividend (DE)	2,34	16,01
Lyxor ETF Stoxx Europe Sel Dividn 30 A/I	-9,41	9,82
SPDR® S&P Global Div Aristocrats ETF	-9,23	—

## FONDI

Una selezione dei principali strumenti per risparmiatori italiani - 5 aprile Valori in percentuale

NOME	RENDIMENTO TOTAL RETURN A UN ANNO (EUR)	RENDIMENTO ANNUALE A TRE ANNI (EUR)
M&G Global Dividend A EUR Inc	-11,4	—
Deutsche Invest I Top Dividend FC	-1,16	10,47
Fidelity Global Dividend A-Acc-EUR-Hdg	0,06	9,56
Fidelity Global Dividend A-Acc-EUR	—	—
BGF European Equity Income A2	-9,56	10,64
BGF European Equity Income A2 USD Hdg	-14,4	—
BGF Global Equity Income A2 EUR H	1,87	4,29
BGF Global Equity Income A2	-2,15	9,03
Schroder ISF European Dividend Max A	-14,12	4,43
Pictet-High Dividend Selection I dm GBP	-5,74	6,63

FONTE: elab. su dati Consultique

## Certificati con l'appel del «coupon»

Sono convenienti se il sottostante tiene barriere predeterminate

L'appel della cedola non conosce confini. Crescono i certificati di investimento legati a un sottostante che godono del pagamento di cedole periodiche e che garantiscono il rimborso del capitale purché a scadenza non sia violata al ribasso un livello prefissato del sottostante (ad esempio di un indice), questo livello è definito barriera.

«Vedo più vantaggi in questi strumenti - spiega Andrea Zanella, consulente finanziario indipendente - piuttosto che svantaggi. Le note critiche possono arrivare dal fatto che non vengono distribuiti i dividendi dei sottostanti azionari e da alcuni costi in fase di collocamento. Per questo è sempre preferibile acquistare que-

sti prodotti già quotati sul listino».

Si tratta di strumenti complessi che vanno attentamente studiati, ma dietro di loro possono nascondersi opportunità interessanti. «Le barriere di questi certificati sono sempre a scadenza e questo è positivo perché l'unico momento di grande rischio è solo alla scadenza. Se ad esempio la barriera è al 70% del valore iniziale e lo strumento sottostante scende sotto anche di un punto percentuale, perdendo il 31%, il certificato a scadenza mi rimborserà il 69% e non più l'intero capitale. Lo svantaggio rispetto a comprare direttamente l'indice sottostante è che mi sono perso i dividendi».

Le cedole possono essere da mensili ad annuali a seconda del singolo certificato e dell'emittente. L'entità del coupon dipende dalla volatilità dei sottostanti, e più è volatile l'azione o l'indice a cui è agganciato il certificato, maggiori sono i ritorni. Oggi con il BTP decennale poco sopra l'1%, le cedole sono anche tre o 4 volte supe-

## LA PAROLA CHIAVE

## Certificates

I certificates sono strumenti finanziari derivati cartolarizzati negoziati sul mercato Sedex di Borsa italiana che replicano, con o senza effetto leva, l'andamento dell'attività sottostante. Si distinguono in certificates senza effetto leva e i certificates con leva. I certificates senza effetto leva, anche detti investment certificates, costituiscono, sia in termini di capitale investito che in termini di rischio, un'alternativa all'investimento diretto nel sottostante. In questa categoria sono ricompresi anche i certificati che pagano una cedola periodica al verificarsi di determinate condizioni.

rriori al titolo di Stato italiano. Lo strumento diventa interessante, bisogna ovviamente puntare su certificati con barriere molto distanti, dove la probabilità che venga violata è bassa. Nel caso in cui la barriera venga violata e poi recuperata durante la vita del certificato, può accadere che spesso le cedole vengano sospese e poi ripagate quando il prezzo torna sopra la barriera. Si chiamano cedole a memoria.

«Una caso interessante - conclude Zanella - è un certificato Exane che ha un basket di titoli sottostanti, titoli poco correlati tra di loro (Stm, Telecom ed Eni). Il vero rischio si ha solo se a scadenza si scende sotto il livello barriera. Ha un meccanismo di cedole a memoria e rende il 4,8% annuo. C'è poi un certificato di Aletti legato al Ftse Mib che rende il 6,35% purché il Mib non scenda sotto 9.917. Questo livello che dovrebbe essere toccato nel luglio 2018 appare oggettivamente distante». — An.Gen.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Fondi a cedola, se la garanzia non c'è

Grande successo commerciale ma vi è il serio rischio di chiudere l'investimento in perdita

Pagina a cura di **Vitaliano D'Angerio** e **Gianfranco Ursino**

■ Fondi a cedola. Dal 2012 in avanti è questo il grimaldello utilizzato dall'industria del risparmio gestito per tornare a far breccia nei portafogli dei risparmiatori italiani. In un contesto di tassi d'interesse ridotti ai minimi termini, è facile vendere strumenti finanziari che promettono un flusso reddituale periodico

per integrare le entrate familiari.

## IL SUCCESSO COMMERCIALE

Le reti di vendita sono invogliate a spingere tali prodotti perché hanno la prospettiva di incassare subito tutte le provvigioni (commissioni di collocamento che in genere viaggiano intorno al 3-4%), che poi sono ammortizzate contabilmente nel corso dell'intera durata prevista del fondo. In abbinata è anche prevista una commissione di uscita a carico del cliente che decidesse di disinvestire prima della scadenza. Una vera e propria penale.

## LA GENESI È IN VIA NAZIONALE

Tale struttura commissionale, che offre l'opportunità agli intermediari di mettere in atto pratiche commerciali molto discutibili (si veda l'articolo in basso), ha ricevuto il lasciapassare

delle authority di vigilanza: con un provvedimento dell'8 maggio 2012, Bankitalia ha "suggerito" o quantomeno avallato questa sorta di anticipo commissionale. L'obiettivo dell'authority di Via Nazionale era: l'investitore in uscita anticipata deve pagare parte delle commissioni riconosciute inizialmente ai collocatori e non ancora ammortizzate completamente nel valore della quota del fondo, per evitare di danneggiare gli altri risparmiatori che invece portano l'investimento a scadenza. Purtroppo, però, la soluzione ha prestato il fianco a distorsioni commerciali e forse andrebbe rivista.

## L'EROSIONE DEL CAPITALE

Quando si valutano tali soluzioni d'investimento va fatta quindi massima attenzione ai costi complessivi e ai meccanismi di definizione e distribu-

zione delle cedole: è necessario, infatti, capire quanto le cedole siano legate ai risultati della gestione. In genere il valore delle cedole è "garantito" solo per i primi anni di vita del fondo. L'ultima cedola non è predeterminata e potrebbe anche essere azzerata. E come si legge (in piccolo) nei documenti informativi di alcuni fondi a cedola «la distribuzione può essere superiore al risultato conseguito dall'attività di gestione e può comportare di fatto la restituzione di parte dell'investimento iniziale del partecipante». Per ingolosire il cliente, quindi, la Sgr potrebbe pagare negli anni cedole superiori al rendimento dei titoli in portafoglio e, alla fine nonostante le promesse iniziali, l'investimento potrebbe chiudersi in perdita.

## STRATEGIE IN EVOLUZIONE

Lanciati inizialmente sul mercato

con la logica del *buy and hold* (letteralmente compra e tieni), i fondi a cedola hanno consentito ai gestori di acquistare, con un minimo impegno, titoli di Stato (BTp in primis) ad alto rendimento in fase di avvio del fondo, per tenerli fino a scadenza, quasi senza gestirli. Ma con il rientro della crisi dei debiti sovrani europei e con i tassi di interesse a zero, per "garantire" un ritorno superiore all'inflazione il gestore deve assumersi rischi maggiori che in realtà scarica sui sottoscrittori. Fino a qualche mese fa non era raro trovare fondi a cedola imbottiti di obbligazioni subordinate. E adesso non mancano fondi che pur di sbandierare l'offerta di cedole predeterminate, inseriscono nei portafogli anche una buona fetta di azioni. Cosa non si fa per promettere una cedola agli investitori.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Banco Popolare, arriva sanzione per collocamento troppo «easy» di fondi Gestielle

L'ispezione Consob partì dopo l'iniziale denuncia di Plus24

■ Sballottare il cliente da un fondo a cedola all'altro, ancor prima di portare a termine l'investimento iniziale. Un mecca-

nismo che consente ai collocatori di moltiplicare le loro provvigioni e generare maggiori esborsi a carico degli investitori. Un fenomeno, che numeri alla mano, Plus24 ha portato alla luce nel settembre del 2013 e su cui la Consob ha successivamente deciso di vederci chiaro. E i temuti effetti distorsivi della struttura commissionale dei fondi a cedola, par torita in buona fede da Banca d'Italia, sono venuti a galla.

Sulla scia delle ispezioni effettuate presso il Banco Popolare, tra ottobre 2013 e maggio 2014, la Consob ha inflitto una multa di 261.500 euro al gruppo bancario veronese per violazione delle norme sui conflitti di interesse e valutazione di adeguatezza degli investimenti nei rapporti con i clienti, in relazione alla vendita di fondi a cedola a marchio proprio (Gestielle), particolarmente remunerativi per il colloca-

tore. Contattata all'epoca da Plus24 la società di gestione del gruppo Banco Popolare aveva replicato che «Aletti Gestielle offre soluzioni di risparmio che vengono proposte tramite accordi con reti di collocamento che svolgono in piena autonomia la loro attività. La ragione per cui molti clienti sono usciti in anticipo da tali fondi risiede nelle singole politiche commerciali dei diversi partner». E proprio sul principale partner sono arrivati i provvedimenti della Consob.

L'authority ha verificato che il Banco Popolare «ha compiuto scelte strategiche... tali da orientare... la propria attività di commercializzazione e specifici prodotti o categorie di prodotti (prevalentemente caratterizzati da elevate commissioni up-front e collocabili "a finestra") che maggiormente concorrevano alla

## IL CASO



## IN NOME DELLA FEE DI COLLOCAMENTO

Plus24 del 14 settembre 2013 poneva all'attenzione del mercato e delle authority il "travaso" di sottoscrittori da un fondo a cedola (anche appena lanciato) all'altro (in fase di collocamento)

realizzazione degli obiettivi economici della Banca attribuendo, peraltro, particolare rilevanza, tra le fonti di liquidità a cui attingere per successivi impieghi, a operazioni di disinvestimento anticipato». È emerso infatti che tali disinvestimenti, in questa tipologia di fondi tipicamente soggetti al pagamento di penali, erano numerosi e non frutto «di un'autonomia determinazione» della clientela. Dal Banco Popolare fanno sapere che «il Cda ha deliberato all'unanimità di procedere al pagamento della sanzione, tuttavia nella perdurante convinzione circa la correttezza del proprio operato ha comunque proposto ricorso alla Corte di Appello di Venezia, ribadendo le argomentazioni difensive di merito circa l'infondatezza dei rilievi mossi e l'insussistenza delle violazioni contestate».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**SOSTENUTI DALL'ESPERIENZA**

**ACCESSO ALLA LIQUIDITÀ**

**ORIENTATI ALLA PERFORMANCE**

**SPDR® ETFs: IDEATI PER ESSERE LEADER NEL REDDITO FISSO**

Per ottenere performance reali nel reddito fisso è necessario investire nel veicolo giusto che sia gestito da un team di alto livello. In un mondo sempre più complesso, SPDR ETFs offre un accesso liquido e a basso costo al mercato obbligazionario. Investi con un leader globale del reddito fisso passivo.

**Spingi l'acceleratore sul reddito fisso con SPDR® ETFs su [spdrseurope.com/reddito fisso](http://spdrseurope.com/reddito fisso)**

**STATE STREET GLOBAL ADVISORS SPDR**

La complessità offre opportunità

LA PRESENTE COMUNICAZIONE È RISERVATA ESCLUSIVAMENTE AGLI INVESTITORI PROFESSIONALI E NON È DESTINATA AL PUBBLICO. Pubblicata da: State Street Global Advisors Limited ("SSGA"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e registrata con il n. 2509928, partita IVA 5776591 81. Sede legale: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ, Regno Unito. Sito web: [ssga.com](http://ssga.com). SPDR ETFs è la piattaforma di exchange traded fund ("ETF") di SSGA ed include fondi autorizzati dalle Autorità Europee come fondi aperti d'investimento UCITS ("le Società"). Gli ETF (Exchange Traded Fund) vengono negoziati come i titoli azionari, comportano un rischio d'investimento e il loro valore di mercato è soggetto a fluttuazioni. Non viene fornita alcuna garanzia che l'ETF raggiunga l'obiettivo d'investimento. L'investimento comporta dei rischi, tra cui quello di perdita del capitale. Standard & Poor's, S&P e SPDR sono marchi registrati di Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones); questi marchi registrati sono stati concessi in licenza d'uso a S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJI) e in sottolicensing per fini specifici a State Street Corporation. I prodotti finanziari di State Street Corporation non sono sponsorizzati, sostenuti, venduti o promossi da SPDJI, Dow Jones, S&P, dai loro rispettivi affiliati e licenziati terzi e nessuna delle parti citate rilascia dichiarazioni in merito all'opportunità di investire in tale/i prodotto/i, né è responsabile in relazione agli stessi, fra l'altro, per errori, omissioni o interruzioni di un indice. **Prima di effettuare l'investimento, si consiglia di procurarsi e leggere il Prospetto informativo della Società. I potenziali investitori possono ottenere gratuitamente il Prospetto attuale, lo Statuto, i Documenti contenenti le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID), le più recenti relazioni annuali e semestrali facendone richiesta a SSGA o visitando il sito [spdrseurope.com](http://spdrseurope.com)** © 2016 State Street Corporation - Tutti i diritti riservati. IBGE-2161 Valido fino al: 28/02/2017

# IN UN MONDO CHE CAMBIA OBBLIGAZIONI IN REAL BRASILIANI E STERLINE INGLESÌ

**TASSO FISSO**  
dell' **11%**  
**ANNUALE**  
**E SCADENZA**  
**A TRE ANNI**



**TASSO FISSO del 5%**  
**IL PRIMO ANNO**

**TASSO VARIABILE**  
**GBP LIBOR 3M + 0.80%**  
**DAL SECONDO**  
**AL DECIMO ANNO**

Le nuove obbligazioni BNP Paribas in valuta consentono di investire in valuta brasiliana e inglese. Possono essere acquistate direttamente sul mercato MOT di Borsa Italiana tramite la tua banca di fiducia e da qualunque broker online, semplicemente indicando il codice ISIN. L'acquisto, il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale avvengono nella valuta di emissione.

	CODICE ISIN	EMITTENTE	LOTTO MINIMO	DATA DI EMISSIONE	DATA DI SCADENZA	TASSO <sup>1</sup>	PREZZO <sup>2</sup>
<b>Obbligazioni Tasso Fisso in Real Brasiliani</b>	IT0006734344	BNP Paribas Arbitrage Issuance BV (rating A S&P)	5,000 Real Brasiliani	12/04/2016	12/04/2019	11% <sup>3</sup>	100%
<b>Obbligazioni Tasso Misto in Sterline Inglesi</b>	XS1385360505		1,000 Sterline Inglesi	12/04/2016	12/04/2026	Fisso: 5% per il primo anno Variabile: GBP Libor 3M + 0.80% dal 2° al 10° anno (con un minimo di 0 ed un massimo di 5%) <sup>4</sup>	100%

<sup>1</sup> L'investimento è esposto al rischio derivante dalle variazioni del rapporto di cambio tra l'Euro e la valuta di denominazione dei titoli (Real Brasiliano/Sterlina Inglese), al rischio emittente e al rischio di assoggettamento del Garante al bail-in. Il regolamento delle Obbligazioni Tasso Fisso in Real Brasiliani verrà effettuato in Euro. Per ulteriori informazioni, si prega di leggere attentamente i fattori di rischio connessi all'investimento contenuti nel Base Prospectus

<sup>2</sup> Valori espressi in percentuale rilevati il 07/04/2016 alle ore 12.00

<sup>3</sup> Cedole lorde annuali

<sup>4</sup> Cedole lorde trimestrali

#### Messaggio pubblicitario con finalità promozionali.

Prima dell'adesione leggere attentamente il Base Prospectus approvato dall'Autorité des Marchés Financiers (AMF) in data 09/06/2015, come aggiornato da successivi supplementi, la Nota di Sintesi e le Condizioni Definitive (Final Terms) relative alle Obbligazioni e, in particolare, le sezioni dedicate ai fattori di rischio connessi all'investimento, ai relativi costi e al trattamento fiscale. Ove l'Obbligazione sia venduta prima della scadenza, l'investitore potrà incorrere anche in perdite in conto capitale. Il controvalore in euro delle cedole e del capitale può variare in modo favorevole o sfavorevole all'investitore a causa della variazione del rapporto di cambio tra il real brasiliano o sterline inglesi nei confronti dell'euro durante la vita dell'obbligazione. Il presente documento costituisce materiale pubblicitario e le informazioni in esso contenute non sono volte a fornire alcun servizio di consulenza, né un'offerta al pubblico delle Obbligazioni. Le informazioni a contenuto finanziario qui riportate sono meramente indicative e hanno scopo esclusivamente esemplificativo e non esaustivo. Il Base Prospectus, la Nota di Sintesi e le Condizioni Definitive (Final Terms) relative a ciascun prodotto sono disponibili sul sito [www.prodottidiborsa.com](http://www.prodottidiborsa.com).

Per maggiori informazioni consulta

App Quotazioni di Borsa



[www.prodottidiborsa.com](http://www.prodottidiborsa.com)

Numero Verde  
800 92 40 43



**BNP PARIBAS**

La banca  
per un mondo  
che cambia

# RISPARMIO & INVESTIMENTI

IL PUNTO

GESTIONI SEPARATE

L'immagine e la realtà dell'ignoranza

di Luigi Guiso

L'ultima ma non meno importante dimensione dell'ignoranza del risparmiatore è quella sulle proprie capacità. C'è una tendenza delle persone, ripetutamente provata, a sovrastimare le proprie capacità in vari domini: dalla guida alla conoscenza della geografia, alle decisioni finanziarie. In un'indagine su un campione di risparmiatori italiani che ho condotto pochi anni fa avevo chiesto ai partecipanti di fare un'autovalutazione delle proprie competenze e conoscenze finanziarie in una scala da 1 a 5 (5: conoscenza/competenza molto superiore alla media; 1: molto inferiore alla media). Allo stesso tempo avevo valutato la loro vera conoscenza ponendo loro otto domande specifiche con risposte multiple di cui una giusta e le altre sbagliate. Con le risposte ho quindi costruito una misura oggettiva di conoscenza finanziaria e ho comparato le due misure. Il risultato è sbalorditivo. In primo luogo, la stragrande maggioranza vede se stesso come superiore alla media e solo pochi si dichiarano ben sotto la media. Poiché per definizione non è possibile che la maggior parte ecceda la media, molti si sovrastimano. Fatto ancor più sbalorditivo, non c'è nessuna correlazione tra le due misure: chi pensa di essere molto competente e informato in materia finanziaria, nei test oggettivi non risulta migliore della media, la sua è solo immodestia. Viceversa i troppo modesti che sottovalutano le proprie competenze e conoscenze non sono oggettivamente da meno della media. Questo è un problema per due ragioni: perché le banche (seguendo la Mifid) classificano i risparmiatori in base ad autovalutazioni piuttosto che di misure oggettive di conoscenza, perché le decisioni sono prese in base alla falsa idea che abbiamo della nostra conoscenza, non sulla conoscenza effettiva. L'uomo combatte da secoli per prendere coscienza della propria ignoranza, come ci ricorda Socrate. Ciascuno può fare uno sforzo con un'auto-classificazione e verificando poi quanto si scosta da un test oggettivo.

Axa Professor of Household Finance (Eief)

## Polizze rivalutabili regine con il 3,6% lordo nel 2015

Arrivano i risultati dei prodotti di ramo I ma attenzione ai costi e alle prospettive future di rendimento atteso

Federica Pezzatti

■ In tempi di tassi di BoT scesi sotto zero e di BTP che sono sempre più avari, nonostante il rischio a cui espongono, le polizze rivalutabili, almeno sulla carta, rappresentano, al momento, uno dei migliori investimenti. Con un rendimento lordo medio 2015 stimato da Prometeia pari al 3,6% (in sostanziale tenuta rispetto al 2014) si stanno rivelando strumenti in grado di coniugare sicurezza (con la garanzia del capitale al netto dei costi) e rendimento. A ciò va poi aggiunto che non pagano il bollo sugli investimenti che invece colpisce tutti gli altri strumenti (polizze finanziarie comprese).

I risultati ottenuti lo scorso anno sono da poco stati pubblicati dalle compagnie e, come si può notare dalla tabella in pagina, ci sono state gestioni separate che hanno superato anche il 4% al lordo di quanto trattenuto dall'impresa. È il caso del Fondo valuta Reale di Reale Group ma anche del fondo Prame-

rica, di Gesav Global che, insieme a Rendigen e al Fondo San Giorgio, fa parte della galassia Generali. Ci sono anche fondi del cosiddetto pianetabancassurance come il fondo CresciSolido di Intesa Sanpaolo Vita che ha realizzato il 4,02%. Tra i fanalini di coda invece alcune gestioni più giovani che si sono fermate in zona 2% (che significa quasi zero considerati gli oneri contrattuali). Si tratta, è bene ricordarlo, infatti di rendimenti lordi che vengono retrocessi solo in parte agli assicurati, dopo una trattenuta che può andare dall'1% fino all'1,8%. Quindi mediamente il 3,6% scende in area 2%. Poi se si mettono in conto i costi di ingresso e gli eventuali costi di riscatto richiesti per le uscite anticipate il vantaggio quasi si annulla. Quindi bisogna saper scegliere.

Ma iniziamo dal panel illustrato nella tabella realizzata da Miv Plus (servizio di Prometeia che analizza 37 compagnie pari al 92% dei premi Vita): poiché via via le gestioni separate hanno chiuso la possibilità di accesso a nuovi contratti sottoscritti di recente, per non diluire eccessivamente il patrimonio investito su bond con cedole ancora molto interessanti proprietà degli assicurati di lungo corso, nella tabella sono stati indicate solo quelle gestioni che consultando i siti istituzionali delle compagnie risultano ancora in commercio. Chiara-

mente l'attuale contesto di mercato impone cambiamenti di strategia spesso veloci che e non sempre sono noti e potrebbero dunque esserci gestioni ormai off limits, o gestioni che aprono la commercializzazione sono per lafond limitati.

Da un po' di tempo tra l'altro sottoscrivere una polizza rivalutabile di Ramo I con un premio ingente (sopra i 50 o i 100mila euro) è diventato abbastanza difficile. Poiché hanno fatto rotta su questa classe di attivi anche molti grandi investitori, alla ricerca di un parcheggio sicuro, le compagnie sono sempre più restie ad acquisire nuovi contratti legati esclusivamente sulle gestioni separate, anche perché si tratta di prodotti molto onerosi in tempi di Solvency II e che rischiano, in caso di un cambio repentino dei prezzi dei titoli di Stato, di mettere in difficoltà le compagnie che sono garanti del capitale investito. Lo stesso dicasi in caso di uscite in massa a fini speculativi se i rendimenti dovessero ritornare a salire.

Quindi chi ha tanti denari da investire non è detto che bussando alla porta delle assicurazioni trovi qualcuno ad aprire con in mano un contratto di Ramo I. Più facile invece che venga proposto un prodotto multi-ramo o ibrido che coniugano ramo I e ramo III (linked) con una parte di capitale esposto ai rischi dei mercati.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PASSATO E FUTURO

FARINA (ANIA)

«Il Ramo I è da rivedere»

«Non c'è alcun pericolo nel medio periodo ma il ramo I credo che vada rivisitato, non è più possibile garantire il capitale in uno scenario dei tassi come l'attuale». Questo è in sintesi quello che ha ribadito nei giorni scorsi il presidente dell'Ania Maria Bianca Farina, che invita ad aggiornare il settore delle polizze rivalutabili la cui parola d'ordine è stabilità e sterilizzazione dalla volatilità. Questi salvadanai, valorizzano i titoli al costo storico e non con il metodo mark to market (tipico di tutti gli altri investimenti), e sono dunque immuni dal crollo dei prezzi. Nel quinquennio dal 2009 al 2014 il rendimento medio annuale delle gestioni è stato pari al 3,9% (al lordo dei costi e del fisco) contro il 3,5% dei titoli di stato, al 2,7% della rivalutazione del Tfr e all'1,3% medio dell'inflazione. Il gap è in aumento nel 2015 quando a fronte di un 3,6% medio stimato per le gestioni assicurative, l'inflazione è scesa a (-0,17%), i governativi sono crollati a 1,19% e il Tfr a 1,3725%.

### Le gestioni separate assicurative nel 2015

Risultati delle gestioni collegate a contratti ancora attivabili proposti delle 37 compagnie monitorate da MIV Plus

GESTIONI SEPARATE POLIZZE INVESTIMENTO RISPARMIO (NO PIP)	RENDIMENTO LORDO 2014	RENDIMENTO LORDO 2015	GESTIONI SEPARATE POLIZZE INVESTIMENTO RISPARMIO (NO PIP)	RENDIMENTO LORDO 2014	RENDIMENTO LORDO 2015	GESTIONI SEPARATE POLIZZE INVESTIMENTO RISPARMIO (NO PIP)	RENDIMENTO LORDO 2014	RENDIMENTO LORDO 2015
Valuta Reale	4,80	4,43	Gest 1 Unipolsai	3,81	3,65	Azb Vitariv	3,62	3,32
Fondo Pramerica	4,64	4,34	Euroallecapital	3,83	3,61	Fondo Vivadue	3,56	3,31
Gesav Global	4,25	4,20	Posta Valorepiù	4,15	3,60	Orizzonte	3,53	3,28
Ri.Spe.Vi.	4,13	4,09	Capitalvita	3,86	3,60	Reale Uno	3,69	3,14
Rendigen	4,03	4,05	Gesav Re	2,51	3,57	Cr. Agricole Vita Più	3,45	3,13
Fondo Pre.Vi.	4,15	4,02	Fondo Sicuro	3,65	3,54	Prefin Plus	3,76	3,13
Isv Fondo Cresci Solido	3,60	4,02	Zurich Fund	3,84	3,54	Trendifondo Intesa	3,30	3,12
San Giorgio	3,86	4,01	Zurich Trend	3,85	3,53	Mpv12	3,03	3,11
Fondicoll	—	4,00	Gestione Ri.Alto	3,80	3,53	Fondo FV Vivadue	3,55	3,11
Valore Unipolsai	4,41	3,90	Helvirend	3,60	3,50	Popolare Vita	3,30	3,10
Minervir	3,87	3,90	Vitariv	3,62	3,46	Credemvita II	3,92	3,05
Bpm Valore	4,34	3,87	Fondo Base Sicura	3,37	3,41	Prefin Life	3,55	3,01
Euro San Giorgio	4,01	3,85	Cnpuni	3,61	3,41	Cnp Garantito	3,22	2,90
Gesav	3,86	3,81	Oscar 100%	3,73	3,35	Cnp Garantito	3,22	2,90
Gestione Ri.Alto	4,01	3,81	CR. Agricole Vita	3,54	3,34	Multi12	3,36	2,61
R.E. Unipolsai	—	3,81	Bpm Sicurgest	3,66	3,33	Unicredit Multig.	2,32	2,02
Previdenza Più	—	3,72	Geval/Dollaro	3,70	3,33	Geval/Fr.Sv.	2,00	1,63
For. Individ. Gefin	3,71	3,70						

FONTE: servizio MIV Plus (rappresentatività del mercato vita pari al 92%)

## RISPARMIO &amp; INVESTIMENTI

## LA GRANDE RITIRATA

## Investitori via dalle banche europee

Prezzi stracciati anche per le quote di controllo  
In Italia tanta delusione sulle popolari quasi Spa

Paolo Zucca

■ Via dalle banche europee, per ritornarci (forse) più avanti. Gli investitori istituzionali ritengono il business del credito poco redditizio e stanno allontanandosi in massa come mostrano gli indici del comparto. (vedi i grafici a fianco).

Le banche italiane hanno invece sempre più necessità di sottoscrivere aumenti di capitale o sostituire soci storici come le fondazioni con soggetti interessati a restare nel medio-lungo periodo.

L'apporto di nuovo capitale da parte delle famiglie è frenato dalle paure del bail-in introdotto a inizio anno. Ma anche dalla irrilevanza che il socio retail potrà avere in assemblea tanto più verrà meno, come sta avvenendo, la possibilità di votare per testa nelle banche cooperative. Troppo fresco è anche il ricordo del 22 no-

vembre, quando quattro banche locali vennero "risolte" separando la parte buona dalla cattiva a costo di gravi perdite per azionisti e obbligazionisti subordinati.

L'eccesso di titoli bancari in offerta, come era prevedibile, sta mettendo in difficoltà un movimento di rafforzamento patrimoniale che viene ritenuto indispensabile. La fuga dai titoli bancari sta mettendo in difficoltà centinaia di migliaia di risparmiatori (molti anche dipendenti di banca) che sui quei titoli avevano puntato molto.

«I fondi sono già calati da tempo nonostante il mondo bancario italiano sia il mercato più aperto d'Europa ad investitori internazionali» ha notato il presidente dell'Abi, Antonio Patuelli.

Mai come in questo momento i titoli bancari mostrano la loro debolezza e neppure l'annuncio di una integrazione fra due banche popolari (Bpm e Banco Popolare) riesce a invertire le attese. Anzi i due titoli sono fra i più colpiti. Per Carige si è fatto avanti un operatore specializzato nell'acquisto dei crediti deteriorati interessato a una presenza rilevante nell'azionariato. I preparativi per l'aumento di capitale delle due ex popolari venete, Vicenza prima e Veneto-

Banca poi, sono affannosi.

Come è possibile invertire questa tendenza che ha portato alcune big italiane a perdere il 50% del loro valore di Borsa (vedi tabella a fianco)? E come evitare che i nuovi assetti azionari espongano le banche a politiche di brevissimo respiro, il contrario di quello che serve a dare stimoli all'economia? Sul primo fronte sta lavorando il Governo cercando di costruire un veicolo a maggioranza privata che prenda in carico lo smaltimento delle sofferenze. Ridurre la rilevanza dei cattivi crediti potrebbe riportare gli investitori sui titoli italiani. Serve alle banche un assetto stabile con un azionariato di riferimento e certamente con una grande presenza di investitori istituzionali. Anche i sindacati bancari sono preoccupati. «Il caso del Fondo Apollo in Carige - dice Massimo Masi -, è sintomatico di questo pericolo. La nostra preoccupazione è che il processo individuato dal Governo Renzi di riduzione del numero delle banche, sia aiutato da questo ingresso di fondi di investimento che, a causa del loro interesse di fare cassa in tempi brevi, facilitino un'allarmante e pericolosissimo calo occupazionale e professionale delle lavoratrici e dei lavoratori bancari».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Quanto hanno perso gli indici bancari in Europa

Andamento in Italia, Spagna, Francia e Germania

Base 04/04/2014=100



## QUANTO HANNO PERSO ALCUNE BANCHE ITALIANE QUOTATE

Performance e attese sul rapporto prezzo utili

	DA INIZIO ANNO (IN %)	A DUE ANNI (IN %)	P/E 2016 (X)	P/E 2017 (X)
Intesa Sanpaolo	-27,53	-13,52	10,2 x	8,8 x
UniCredit	-42,08	-56,42	7,1 x	5,4 x
Mediobanca	-29,32	-25,06	8,8x	8,4 x
Unione di Banche Italiane	-51,65	-60,13	10,2 x	7,4 x
Banca Popolare di Milano	-42,07	-19,49	10,6 x	8,1 x
B. Pop. dell'Emilia Romagna	-43,24	-53,79	9,1 x	6,3 x
Banco Popolare	-62,97	-68,79	7,0 x	5,2 x
FincoBank	-9,77	Nd	21,5 x	20,1 x
Banca Popolare di Sondrio	-30,15	-35,29	12,6 x	10,4 x
Banca Mps	-61,49	-93,33	18,5 x	4,3 x
Credito Valtellinese	-51,92	-57,03	13,1 x	7,3 x
Credito Emiliano	-18,38	-25,89	11,9 x	10,3 x

FONTE: Factset

Nell'attuale contesto di mercato, esiste un modo più smart per ottenere esposizione azionaria core. Gli ETF multi-fattoriali di Source forniscono una performance più trasparente e a più basso costo rispetto ai fondi attivi.

La loro unicità risiede nel fatto che cambiano in base alle condizioni di mercato. Certe volte conviene guardare più attentamente all'interno della scatola.

Per maggiori informazioni, visita il sito nostro [sourceetf.com](http://sourceetf.com)

Il valore dell'investimento potrebbe essere soggetto a oscillazioni al rialzo o al ribasso. Di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare il capitale inizialmente investito.

**Non vorreste aggiungere un qualcosa in più alla vostra esposizione azionaria?**

source

sourceetf.com

Messaggio pubblicitario. Gli ETF di Source sopra descritti sono OICVM distribuiti in Italia esclusivamente a investitori professionali e quotati su Borsa Italiana dove possono essere acquistati anche dagli investitori al dettaglio per il tramite degli intermediari autorizzati. La pubblicazione del "Documento per la Quotazione" non implica alcun giudizio da parte della Consob sull'opportunità d'investimento nell'ETF. L'elenco degli ETF di Source quotati in Italia, i Prospetti, i KIID e il Documento per la Quotazione sono disponibili sul sito [www.sourceETF.com](http://www.sourceETF.com) (dove sono altresì pubblicati i rendiconti periodici); e sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it). Tutte le decisioni d'investimento devono essere basate esclusivamente sul Prospetto, sui KIID, sui più recenti rendiconti periodici. Prima dell'investimento, leggere il Prospetto, i KIID e il Documento per la quotazione e, in particolare, i rischi specifici degli ETF ivi indicati. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. La presente comunicazione è fornita da Source UK Services Limited, 110 Cannon Street, Londra EC4N 6EU, autorizzata e disciplinata dalla Financial Conduct Authority, l'autorità di vigilanza del Regno Unito. © 2016 Source UK Services Limited.

## BpVi, le tensioni sui subordinati

Bond sotto pressione  
La Consob: più tutele ai sottoscrittori dell'Ipo

Nicola Borzi

■ Non è la stessa situazione del 20 gennaio, quando i bond subordinati della Banca Popolare di Vicenza tracciarono come mai si era visto. Nelle cinque sedute prima del 20 gennaio, i subordinati della Vicentina persero sino al 25,43 dei loro prezzi. Male curve dei prezzi di alcune tra le obbligazioni della Vicentina, da quando sono iniziate le tensioni sulla garanzia di UniCredit per l'aumento di capitale da 1,75 miliardi, mostrano una nuova preoccupante tendenza al ribasso. Intanto la banca di piazza Aulenti ha esteso la garanzia dal 30 aprile fino al 10 maggio, mentre nei giorni scorsi è partito il pre-marketing per sondare il mercato. In attesa del via libera all'operazione, atteso il 18 aprile quando la Consob dovrebbe aver approvato il prospetto informativo, le tensioni però non mancano.

In assenza di quotazioni azionarie (per ora), la volatilità degli investimenti nelle Popolari non quotate si può registrare dalle obbligazioni. La classe più esposta alle tensioni è quella dei subordinati, anche per via delle norme sul bail-in. Il nuovo capitombolo dei corsi, scattato il 30 marzo do-

po una ripresa lenta delle quotazioni, si collega ai rumors sul ruolo di UniCredit nell'aumento di capitale. L'aumento di BpVi è composto da 1,5 miliardi a cui si aggiungono 150 milioni come opzione di sovrallocazione e altri 100 milioni circa per strumenti di fidelizzazione e incentivi e va di pari passo alla quotazione in Borsa. UniCredit ha sottoscritto un contratto di pre-garanzia a settembre impegnandosi a sottoscrivere l'eventuale inopinato fino a 1,5 miliardi.

Intanto, anche alla luce di comportamenti del passato e delle segnalazioni arrivate dai risparmiatori (cui Plus24 nei mesi scorsi ha dato ampio rilievo), BpVi ha raccolto la richiesta della Consob di assicurare adeguati presidi nelle attività di collocamento dell'aumento di capitale della banca nell'ambito dell'operazione di Ipo con particolare riguardo alle modalità di valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza delle operazioni di sottoscrizione delle azioni offerte alla clientela, alle barriere per evitare abbinamenti tra la sottoscrizione di azioni e l'erogazione di finanziamenti, al rafforzamento dell'informativa sull'aumento. Da qui al 10 maggio, dunque, i subordinati della Vicenza, ma anche degli altri istituti in difficoltà come Veneto Banca Carige ed Mps, saranno il termometro degli emittenti.

nicola.borzi@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## RISPARMIO &amp; INVESTIMENTI

## FINANZA SOSTENIBILE

## Portafogli low carbon alla francese? Sì, forse

“Opzione interessante” per Ravazzi, ministero dell’Ambiente, l’obbligo di rendicontare le emissioni di CO<sub>2</sub>

Vitaliano D’Angerio

«La proposta francese sulla decarbonizzazione dei portafogli è un’opzione interessante. Ragioniamoci». Aldo Ravazzi è il capo economista della direzione generale sviluppo sostenibile, energia e clima del ministero dell’Ambiente. Mercoledì scorso, durante la tavola rotonda milanese sul riscaldamento globale organizzata da Assogestioni al Salone del Risparmio, Ravazzi ha preso in seria considerazione quanto già deciso in Francia con la legge sulla transizione energetica (*Loi relative à la transition*

*énergétique pour la croissance verte*) approvata l’anno scorso e in vigore dal 2016. Insieme con altri economisti, esperti del ministero dell’Ambiente, authority e rappresentanti di investitori istituzionali, Ravazzi sta lavorando a un “Green Act” che verrà poi sottoposto al Governo e al Parlamento. È quindi plausibile che dentro quel documento potrebbero esserci dei provvedimenti simili alle iniziative transalpine? Si vedrà.

**LA LEGGE FRANCESE**

Ma cosa dice questa legge presentata nel maggio 2015? La Francia è il primo Paese ad aver introdotto un obbligo di rendicontazione delle emissioni di carbonio per le istituzioni finanziarie. Quindi a partire dal 2016, fondi pensione, compagnie di assicurazione e *asset owner* francesi saranno tenuti a misurare e comunicare l’impronta carbonica (emissioni di CO<sub>2</sub>) del proprio portafoglio di investimento. Lo devono fare tutti, anche gli investitori stranieri che

operano nel Paese transalpino.

«Ci stiamo attrezzando anche noi alla luce dell’obbligo richiesto dal regolatore francese», ha dichiarato nel corso della tavola rotonda Michele Morganti senior equity strategist di Generali Investments.

Alla manifestazione era presente, tra gli altri Frederic Samama, responsabile globale della società di asset management francese Amundi per i rapporti con gli investitori istituzionali. Samama è poi un esperto di indici low carbon, prodotto su cui sta puntando moltissimo il gruppo di risparmio transalpino: ha ricordato i risultati raggiunti da Cop21, la manifestazione Onu sul riscaldamento climatico svoltasi a Parigi nel dicembre scorso, e ha sottolineato che «ci sono già oltre 25 firmatari della *Portfolio Decarbonization Coalition*, iniziativa che punta alla riduzione dei gas a effetto serra attraverso la decarbonizzazione dei portafogli di investimento. Questi firmatari, società internazionali, gestiscono oltre 600 miliardi di dollari di asset».

**I RISULTATI DI COP21**

1,5 gradi

**TEMPERATURA**

È di 1,5 gradi il limite al rialzo della temperatura della Terra, deciso dalle nazioni partecipanti a Cop21, l’evento organizzato in dicembre a Parigi dalle Nazioni Unite

5 anni

**REVISIONE**

Sempre a Cop21, è stato deciso che ogni cinque anni ci sarà una revisione sui tagli alle emissioni nocive. Destinati, 100 miliardi di dollari per i paesi in via di sviluppo

**AUTHORITY**

C’è dunque grande attenzione da parte degli investitori istituzionali all’iniziativa di decarbonizzazione dei portafogli (al convegno era presente tra gli altri Michele Tronconi, presidente di Assofondipensione, l’associazione dei fondi pensione negoziali). Stesso atteggiamento da parte delle authority: «C’è interesse sulla questione del riscaldamento globale e sui risultati di Cop21 – ha spiegato Ivan Faiella, senior economist di Bankitalia, presente ieri al dibattito di Assogestioni –. Gli eventi catastrofici provocati da tale fenomeno coinvolgono soprattutto le compagnie assicurative. Lo stesso Mark Carney, governatore della Banca d’Inghilterra, ha messo in guardia i protagonisti di questo settore. Forse sarebbe il caso di introdurre uno stress test per le assicurazioni».

v.dangerio@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## «Assicurazioni vera sorpresa. In prima fila per i progetti green»

**INTERVISTA**



**Francesco Biciato**

Segretario Generale del Forum Finanza Sostenibile

«Qualcosa è cambiato in tema di riscaldamento climatico. La vera sorpresa sono le compagnie assicurative, in prima fila negli investimenti in progetti low carbon e energie rinnovabili». A parlare è France-

sco Biciato, da gennaio nuovo segretario in Italia del Forum per la Finanza sostenibile che riunisce associazioni e investitori istituzionali.

**Dopo Cop21, riscaldamento climatico in secondo piano?**

Noi sul tema stiamo lavorando tanto. Abbiamo costituito un gruppo di lavoro con banche, assicurazioni, Sgr, fondazioni. Sono previsti cinque incontri. Il secondo si è tenuto martedì scorso.

**Un gruppo di lavoro con quali obiettivi?**

Vogliamo elaborare delle linee guida sul climate change da presentare poi a novembre durante la settimana sostenibile Sri.

**Di cosa avete discusso nell’incontro recente?**

Di misurazione. Chi certifica se un’azienda o uno Stato ha diminuito le emissioni di CO<sub>2</sub>? Ci sono vari sistemi di misurazione e ne faremo un compendio che appunto inseriremo nelle linee guida. Ne abbiamo parlato pure con gli esperti del *Carbon disclosure project* (Cdp), organizzazio-

ne tra le più note e solide nel settore.

**E quindi?**

Beh, anche Cdp si basa sulle dichiarazioni delle aziende.

**La posizione di banche e assicurazioni?**

Le banche sono molto interessate ai criteri Esg (ambiente, sociale, governance, ndr) che vogliono applicare per minimizzare i rischi. Le assicurazioni sono in prima fila negli investimenti perché, a causa del riscaldamento climatico, saranno costrette ad aumentare di tanto i

premi assicurativi. Ma oltre una certa soglia di prezzo, le aziende scelgono di non assicurarsi più.

**Era stato il presidente del Financial Stability Board, Mike Carney, governatore della Banca d’Inghilterra, a mettere in guardia le assicurazioni in settembre. Giusto?**

Proprio lui. Un avvertimento che sembra essere stato recepito. — V.D.A.

v.dangerio@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**NATIXIS**  
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

**IDEE EVOLUTE PER AFFRONTARE I MERCATI DI OGGI**

OGGI PIÙ CHE MAI È TEMPO DI COSTRUIRE PORTAFOGLI DUREVOLI

Gli investitori sono disorientati da mercati sempre più complessi.

**Durable Portfolio Construction®\*** è la nostra soluzione per aiutarli a prendere decisioni di investimento più consapevoli ed a conseguire rendimenti più robusti mettendo il rischio al centro.

► Per saperne di più: [durableportfolios.it](http://durableportfolios.it)  
Numero verde: 800 131 866

\*Costruzione di Portafogli Durevoli.

Documento promozionale non contrattuale. Natixis Global Asset Management è la società capogruppo di una serie di società specializzate nella gestione e distribuzione a livello mondiale



## OBIETTIVO DOLLARO 3 TASSO MISTO

Le Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto offrono l'opportunità di investire in un'obbligazione di Citigroup Global Markets Holding Inc. garantita da Citigroup Inc. denominata in dollari USA con durata 5 anni e rimborso integrale del valore nominale a scadenza nella valuta di denominazione. Le Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto corrisponderanno per il primo anno delle cedole trimestrali fisse con un tasso del 5% annuo lordo (3.70% netto<sup>1</sup>) e per gli anni a seguire fino a scadenza delle cedole variabili trimestrali indicizzate al tasso Euribor 3 mesi più un margine pari all'1.10%.

L'investimento è esposto al rischio derivante dalle variazioni del rapporto di cambio tra la valuta di denominazione dei titoli e l'Euro. Il rendimento delle Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto dipenderà anche dal prezzo di acquisto e dal prezzo di vendita (se effettuata prima della scadenza) delle stesse sul mercato che potrebbero differire anche sensibilmente rispettivamente dal prezzo di emissione e dall'ammontare di rimborso.

Codice ISIN: XS1346520981

Tasso fisso annuo di interessi per il primo anno	Tasso a cui sono indicizzate le Cedole a partire dal secondo anno	Durata	Valuta di denominazione	Valore Nominale	Prezzo di Emissione	Rimborso del capitale a scadenza	Data di Emissione	Data di Scadenza
5% lordo (3.70% netto <sup>2</sup> )	EURIBOR 3 mesi + 1.10%	5 anni	Dollaro USA ("USD")	2,000 USD	100% del Valore Nominale	100% del Valore Nominale	3 Marzo 2016	3 Marzo 2021

È possibile acquistare le Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto attraverso la propria banca di fiducia sul Mercato Telematico delle Obbligazioni organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (MOT, segmento EuroMOT).

Per maggiori informazioni:

[https://www.citi.com/mss/sa/objective\\_dollar/objective\\_dollar\\_3.html](https://www.citi.com/mss/sa/objective_dollar/objective_dollar_3.html)

100 YEARS  
IN ITALY

**citi**<sup>®</sup>  
The World's Citi

IL PRESENTE DOCUMENTO CONTIENE UN MESSAGGIO PUBBLICITARIO CON FINALITÀ PROMOZIONALE E NON COSTITUISCE UN'OFFERTA O UNA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO NELLE OBBLIGAZIONI DENOMINATE "CITIGROUP GLOBAL MARKETS HOLDINGS INC. USD 20,000,000 FIXED TO FLOORED FLOATING RATE NOTES DUE MARCH 2021 GUARANTEED BY CITIGROUP INC" CON SCADENZA NEL MARZO 2021 (LE "OBBLIGAZIONI OBIETTIVO DOLLARO 3 TASSO MISTO")

Le Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto sono negoziate sul MOT al prezzo di mercato che potrà, di volta in volta, differire significativamente da quello pagato dagli investitori in sede di acquisto delle Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto. Prima di procedere all'investimento si invitano i soggetti interessati a consultare i propri consulenti fiscali, legali e finanziari, e a leggere attentamente la documentazione per la quotazione - il Rates Base Prospectus datato 21 dicembre 2015 ed i relativi supplementi ai sensi della Direttiva 2003/71/CE, approvato dalla Central Bank of Ireland che ha effettuato le procedure di notifica previste dalle disposizioni comunitarie di cui all'art. 98 del D.Lgs. 58/1998, ed in particolare i fattori di rischio ivi contenuti, i Final Terms relativi alla quotazione delle Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto - reperibili sul sito web [https://www.citi.com/mss/sa/objective\\_dollar/objective\\_dollar\\_3.html](https://www.citi.com/mss/sa/objective_dollar/objective_dollar_3.html), nonché la documentazione e le informazioni di volta in volta disponibili ai sensi della vigente normativa applicabile. Le Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto non sono destinate alla vendita negli Stati Uniti o a "U.S. persons" - come definite nell'Internal Revenue Code Section 7701(a)(30) - e la presente comunicazione non può essere distribuita negli Stati Uniti o a "U.S. persons" - come definite nell'Internal Revenue Code Section 7701(a)(30) -.

<sup>1,2</sup> Considerando l'imposta sostitutiva italiana applicabile agli interessi pagabili agli investitori nelle Obbligazioni Obiettivo Dollaro 3 Tasso Misto vigente al momento dell'emissione, pari al 26% che potrebbe variare nel tempo.

RISCHI IN CHIARO

# Allettato dai cedoloni Bpvi ora deve sopportare i rischi

Sul bond subordinato della Popolare di Vicenza a oggi sono al 30% le probabilità di perdere 67 euro (su 100)

Marcello Frisone

■ Pur consapevoli dei rischi, i piccoli risparmiatori vengono sempre abbagliati dai "cedoloni". È quanto si evince dalla "confessione" di E.T. che ha acquistato un bond subordinato di Banca Popolare di Vicenza (Bpvi) ben conscio dell'elevato livello di rischio e delle difficoltà patrimoniali in cui versava l'emittente al momento dell'acquisto. È tentato di vendere e sopportare la perdita ma non vorrebbe rinunciare ai "cedoloni", l'unico vero motivo dell'acquisto (si vedano anche articoli nella cover story).

**LA SITUAZIONE DELLA BANCA**

Entro le prossime settimane Bpvi dovrebbe varare un cospicuo aumento di capitale sul cui successo pesano molte incognite che spiegano l'elevata volatilità dei prezzi negli ultimi tempi. Da dicembre 2015 il valore del bond della Bpvi è crollato da 103,5 a 90 euro a causa sia del decreto salva-banche sia dell'entrata in vigore del bail-in (anche i bond senior si sono infatti sensibilmente svalutati). Non solo. A "pesare" ci sono anche i problemi interni della banca:

un'ispezione della Bce ha riscontrato che gli aumenti di capitale del 2013-2014 sono avvenuti in modo non troppo lineare. La Bce minaccia poi il bail-in in caso di mancato rafforzamento patrimoniale e l'assemblea di inizio marzo ha approvato la trasformazione in Spa e un aumento di capitale da 1,75 miliardi con contestuale quotazione in Borsa. Tutto ruota intorno all'uscita dell'Ipo, per la qua-

le è decisivo l'impegno di UniCredit a garanzia dell'inoptato.

Martedì scorso, inoltre, a Palazzo Chigi si sarebbe parlato anche di un "Piano B": un'operazione di sistema con la creazione di un soggetto supportato da Cdp che dovrebbe garantire i prossimi aumenti di capitale. Se UniCredit dovesse defilarsi, Bpvi potrebbe essere il primo banco di prova di questo strumento, specie considerato che oggi l'azione è a un valore (6,3 euro) 10 volte inferiore rispetto al 2014.

**L'INIZIATIVA**

**DALL'EDITORIALE AL BUGIARDINO**

Il 20 dicembre 2015 il direttore del Sole 24 Ore, Roberto Napoletano, ha lanciato la proposta di illustrare «in un paio di paginette e in modo chiaro e sintetico il grado di rischio di ogni prodotto finanziario. Qualcosa che assomigli alla posologia e agli effetti collaterali del bugiardino dei medicinali». Da allora, alla proposta, hanno aderito Matteo Renzi (intervista su «Il Sole 24 Ore il 21 gennaio»); i Vertici Abi (in una lettera al nostro quotidiano del 2 ebbraio); poi c'è stato lo scambio di lettere tra Abi e Consob (10 febbraio sul Sole e intervista tv del residente Abi Patuelli favorevole agli «scenari probabilistici»); infine il 17 febbraio la nuova adesione alla proposta del Sole nella riunione del Comitato esecutivo Abi.

**L'OBBLIGAZIONE SUBORDINATA**

Il bond subordinato settennale Lower Tier II (IT0004781073) sottoscritto da E.T. - emesso nel dicembre 2011 e che paga cedole fisse annuali dell'8,5% - prevede il rimborso del capitale in 5 rate annue del 20% ciascuna (da dicembre 2014 fino alla scadenza nel 2018).

**GLI SCENARI DI PROBABILITÀ**

Dall'analisi del profilo rischio-rendimento svolta da Ifa Consulting emerge una probabilità di rendimento negativo del 30,23% (con un valore medio di recupero di 32,35 euro su 100 di nozionale residuo, quindi una perdita di 67,65 euro) e una probabilità del 69,77% di ottenere un risultato soddisfacente con un valore medio di 114,55 euro pari al valore del capitale residuo più le cedole ancora da corrispondere. Il grado di rischio è molto alto (oltre che per la clausola di subordinazione) per l'elevata criticità delle condizioni della banca.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Le probabilità di perdere e di guadagnare**

Attuale profilo di rischio, che emerge con gli scenari di probabilità, del bond subordinato "Lower Tier" collocato dalla Banca Popolare di Vicenza

**IL QUESITO DEL LETTORE**  
Ho in portafoglio il bond subordinato della Popolare di Vicenza (IT0004781073) e quando l'ho acquistato sapevo che era una obbligazione ad alto rischio. Potrei vendere e realizzare una perdita (più che sopportabile) ma dovrei rinunciare ai "cedoloni" del bond, il solo motivo per cui l'ho comprato. Che rischi corro?

**E.T. (LODI)**

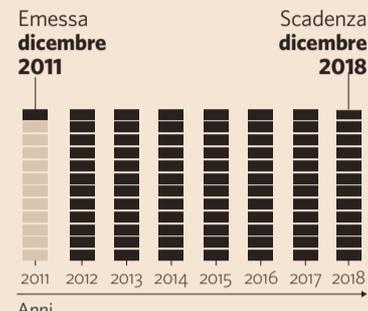
✉ **SCRIVI A PLUS24**

I lettori possono inviare i loro quesiti, con lo strumento finanziario da analizzare, specificando nell'oggetto «Rischi in chiaro» all'indirizzo e-mail [plus@ilssole24ore.com](mailto:plus@ilssole24ore.com)

**CARATTERISTICHE DELL'EMISSIONE**

**Bond Sub Tier II 2011-2018**  
Codice Isin: **IT0004781073**

Cedole del **8,50%** annuo



Valore all'emissione: **100**  
Valore attuale (7 aprile): **90,03**  
Cedole pagate finora: **72,30 €**

**SCENARI PROBABILISTICI**

Investimento iniziale pari a 100 euro

**EVENTI**



**PROBABILITÀ EVENTI**



**RISULTATO NETTO A SCADENZA\* valori medi**

**GRADO DI RISCHIO**



Per gli scenari probabilistici i calcoli fanno riferimento alla situazione di mercato corrente e non a quella relativa all'epoca dell'emissione e tengono conto del fatto che il rimborso del capitale avviene secondo un piano di ammortamento  
(\* ) I risultati a scadenza degli scenari probabilistici non comprendono le cedole già pagate dal bond

FONTE: elaborazioni Ifa Consulting su dati Bloomberg ed Etk

# Cartello sui tassi, banche sanzionate per 27 milioni

Agcom: intesa a Trento e Bolzano tra 16 enti (che ricorreranno al Tar)

■ Ammontano a 27 milioni le sanzioni irrogate un mese fa dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato (Agcom) a 14 casse Raiffeisen di Bolzano nonché a due associazioni bancarie (Federazione cooperativa Raiffeisen e alla Federazione trentina della cooperazione) per aver concordato o aver diffuso i tassi sui finanziamenti alle famiglie, limitando così la libera concorrenza tra le banche. Il provvedimento dell'Agcom potrebbe essere annullato dal Tar, ma vediamo quali sono le possibilità di "rivalsa" di chi ha stipulato un finanziamento con questi enti.

**LA VICENDA**

A dicembre 2013, un'associazione dei consumatori ha denunciato all'Agcom un'intesa tra banche bolzanine volta alla fissazione pre-concordata di un floor (cioè il limite minimo sotto il quale il tasso d'interesse dei mutui a tasso variabile

non può scendere) nella misura del 3 per cento. Nel maggio 2014, l'Agcom ha avviato l'istruttoria, estesa poi ad altri soggetti, tra cui la Federazione trentina della cooperazione. Dopo quasi due anni d'indagine l'Agcom ha dunque accertato due intese anticoncorrenziali distinte tra i 16 soggetti coinvolti ai quali ha comminato sanzioni (si veda tabella).

**LE INTESA VIETATE**

La prima intesa sarebbe tra le 14 Casse Raiffeisen (Rk) della provincia di Bolzano (oltre alla relativa Federazione Raiffeisen) che (dal 1° giugno 2007 all'autunno 2014) avrebbero coordinato le rispettive politiche commerciali anche attraverso lo scambio d'informazioni sensibili (tra cui il tasso d'interesse) con l'obiettivo di limitare la concorrenza tra di loro.

Il secondo comportamento vietato, invece, avrebbe riguardato esclusivamente la Federazione trentina della cooperazione - ma nessuna delle Casse rurali federate - che (nel periodo dal 29 novembre 2013 al 23 dicembre 2015) avrebbe messo a disposizione delle associate un tasso di riferimento medio

idoneo a limitare il confronto competitivo tra queste ultime.

**LE CONSEGUENZE**

Cosa potrà fare chi ha stipulato mutui e finanziamenti con le 14 banche coinvolte o con gli istituti (che però l'Agcom ha considerato estranei all'intesa) facenti parte della Federazione trentina della cooperazione? «Allo stato - fanno sapere da Alma Iura centro studi giuridici, bancari e finanziari di Verona - ci vuole molta prudenza nell'intraprendere cause sia perché il provvedimento può essere annullato dal Tar sia perché, per esempio, nessuna Cassa rurale trentina è stata coinvolta nella vicenda (ma soltanto la Federazione), sia perché sulle conseguenze della nullità delle intese vietate sui contratti a valle (nel nostro caso i finanziamenti) non tutta la giurisprudenza è concorde. Alcuni sostengono che anche i mutui stipulati in esecuzione dell'intesa potrebbero essere annullati ma la soluzione che sembra più percorribile è quella del risarcimento del danno». Un aspetto importante, concludono dal centro studi: «È che la decisione dell'Agcom, qualora non venisse an-

**Le sanzioni**

Dati in euro

1	RK Brunico	3.291.643
2	RK Bolzano	2.212.116
3	RK Lana	2.120.311
4	RK Valle Isarco	2.261.888
5	RK Merano	2.135.358
6	RK Castelrotto-Ortisei	1.712.030
7	RK Oltradige	1.620.029
8	RK Lagundo	1.501.773
9	RK Wipptal	1.576.637
10	RK Tures Aurina	1.146.832
11	RK Prato-Tubre	1.236.313
12	RK Nova Ponente-Aldino	861.925
13	RK Silandro	530.077
14	Cassa Centrale Raiffeisen	863.695
15	Federazione Raiffeisen	3.195.794
16	Federazione trentina coop	599.963

FONTE: Agcm

nullata dal Tar, costituirebbe in Tribunale una prova privilegiata al fine di dimostrare la sussistenza dell'intesa vietata».

**COSÌ RAIFFEISEN**

«Indipendentemente dalle valutazioni dell'Agcom, abbiamo sempre operato nel rispetto dei principi mutualistici e quindi agito per la tutela dei consumatori locali e non per scopi di lucro. In ogni caso, pur rispettando il ruolo dell'Agcom, siamo convinti che il provvedimento non abbia correttamente valutato le caratteristiche del sistema bancario cooperativo e sarà perciò oggetto di ricorso al Tar».

**COSÌ LA FEDERAZIONE TARENTINA**

«Abbiamo agito con correttezza e trasparenza. Il tasso di riferimento è solo uno strumento tecnico elaborato esclusivamente per esigenze contabili di trasparenza e coerenza del bilancio con i principi internazionali e ritenuto tecnicamente coerente anche dalla Banca d'Italia. I tassi delle "rurali" risultano molto diversificati tra di loro. Ricorreremo quindi al Tar».

[marcello.frisone@ilssole24ore.com](mailto:marcello.frisone@ilssole24ore.com)

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## RISPARMIO &amp; INVESTIMENTI

## REDDITO FISSO

## DIETRO I NUMERI

Fabrizio Galimberti

## Sottovalutate le società finanziarie

La messe di dati sui profitti delle società Usa, rilasciata recentemente dal Bureau of Economic Analysis (Bea) è stata utilizzata la scorsa settimana per verificare congruenze fra andamento dei profitti societari e andamento degli indici di Borsa. La stessa verifica di congruenza si può fare, come fatto regolarmente in passato, per quanto riguarda i profitti delle società finanziarie. Anche qui si mettono a confronto gli utili dopo l'imposta del settore finanza con un indice di Borsa che copre solo le società finanziarie, lo IYF. In questo caso c'è più corrispondenza fra le due variabili di quanta ve ne sia nel caso dell'indice più generale. In quest'ultimo caso, esaminato la settimana scorsa, i profitti di contabilità nazionale coprono tutto l'universo societario, mentre l'indice di Borsa (Wilshire 5000), pur essendo il più comprensivo, copre solo le società quotate. Nel caso della finanza, invece, c'è più corrispondenza fra i due universi, data la dimensione media delle società finanziarie, e la più alta percentuale, fra di esse, di quelle che sono quotate.

I risultati, che si vedono dal grafico, confermano le valutazioni precedenti. L'elevatezza dei profitti giustificerebbe prezzi di Borsa ben più alti, ma le quotazioni sono tenute basse dallo stigma che ancora avvolge il settore finanziario dopo la crisi che ha portato alla Grande recessione.

Vi è anche una implicazione preoccupante. Se, come detto sabato scorso, vi è una certa sopravvalutazione dei corsi a livello di tutte le società, questa sopravvalutazione dovrebbe essere più alta per le società non-finanziarie, dato che, per quelle finanziarie, si rivela una grossa sottovalutazione.

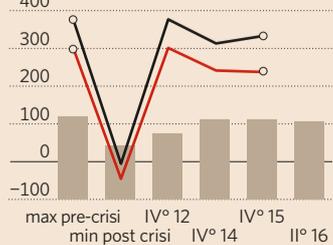
© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Usa, i conti della finanza

Profitti netti e indice IYF; I° 2001=100

— PROFITTI CORRETTI\* ■ INDICE IYF

— PROFITTI NON CORRETTI\*

(\*) per scorte e ammortamenti  
FONTE: elab. di Plus su dati Bea, Bloomberg

## Strada in salita per il BTp Italia

Solo il ritorno dell'inflazione allo 0,6% renderà il nuovo titolo più appetibile rispetto al nominale

Andrea Gennai

■ Sbarca in Borsa sul Mot lunedì il nono collocamento del BTp Italia con scadenza aprile 2024. Nei giorni scorsi l'accoglienza da parte del pubblico retail è stata soddisfacente. Non ci sono state le code agli sportelli, anche perché oggi i titoli governativi rendono quasi zero e l'appeal dello 0,4% del tasso minimo garantito fissato il primo aprile non è mediaticamente entusiasmante.

Lo strumento rappresenta una scommessa in vista di una ripresa dell'inflazione visto che l'obiettivo del bond indicizzato è quello di proteggere dal caro vita avendo le cedole indicizzate in parte all'inflazione italiana.

«Oggi - spiega Gianni Lupotto, consulente finanziario indipendente - siamo in deflazione e quindi può apparire poco sensato investire in strumenti indicizzati. Tuttavia l'inflazione è un fenomeno ciclico e l'aspettativa è che nei prossimi anni l'inflazione si riprenda. Sulla base del tasso minimo reale fissato il primo aprile, il BTp Italia sarà più attraente rispetto al nominale di pari scadenza se l'inflazione media annua sarà dello 0,6%. Un'ipotesi realistica, ma non scontata. Ha senso inserire questo strumento in portafoglio anche se oggi non appare troppo allettante. Otto anni sono un tempo sufficiente perché l'inflazione possa rialzare la testa e molto dipende dalla pianificazione individuale».

Secondo l'esperto, per chi dovrà andare in pensione fra 6-10 anni è uno strumento ideale perché pre-

## A confronto

Rendimenti attesi su vari BTp con la break even (l'inflazione oltre la quale il bond indicizzato è vantaggioso)

SCADENZA	TITOLI DI STATO	YTM	BREAK-EVEN INFLATION
2020	IT0005107708 BTp Ordinario 0,70% - 1/5/2020	0,21%	0,10%
	IT0005012783 BTp Italia 1,65% - 23/4/2020	0,11% + Infl. Ita	
2023	IT0005172322 BTp Ordinario 0,95% - 15/3/2023	0,79%	0,67% Infl. Eu 0,47% Infl. Ita
	IT0004243512 BTp€i 2,6% - 15/9/2023	0,12% + Infl. Eu	
	IT0005105843 BTp Italia 0,50% - 20/4/2023	0,32% + Infl. Ita	
2024	IT0004953417 BTp Ordinario 4,50% - 1/3/2024	1,02%	0,66% Infl. Eu 0,62% Infl. Ita
	IT0005004426 BTp€i 2,35% - 15/9/2024	0,36% + Infl. Eu	
	IT0005174898 BTp Italia 0,40% - 11/4/2024	0,40% + Infl. Ita	

NOTA: valori al 5 aprile

FONTE: elab. su dati Lupotto &amp; Partners

serva il capitale da sorprese proprio negli ultimi anni di lavoro. Può infine avere senso per chi ha investito sulle prime emissioni con scadenza 2017-18, uscire con significative plusvalenze visto che il rendimento residuo è praticamente nullo e puntare su questa nuova scadenza che arriverà fino al 2024.

Per Marzotto Sim il giudizio è senza troppi entusiasmi. «Al prezzo di 100 - sottolineano in un report - il nuovo BTp Italia sembra correttamente prezzato. Non vediamo quindi particolare interesse nel partecipare al collocamento. Eventualmente, potrebbe essere interessante seguirne l'andamento nelle prossime settimane ed approfittare di una eventuale underperformance».

Una delle modalità per investire in bond indicizzati è anche quella di acquistare Etf specializzati in questo segmento, quotati anche a Milano. In questo modo si ottiene la massima diversificazione, anche per Paese.

«Guardiamo sempre con interesse - spiega Marco Jean Aboav, macro portfolio manager di MoneyFarm - gli Etf legati ai bond indicizzati all'inflazione, sia esposti verso l'Eu-

## LA PAROLA CHIAVE

## Break even inflation

Per capire quanto può essere interessante acquistare un bond indicizzato rispetto a un titolo nominale a tasso fisso è fondamentale guardare la cosiddetta break even inflation. Si tratta del tasso d'inflazione implicito nelle quotazioni di un titolo indicizzato (per esempio il BTp Italia), che permette al rendimento a scadenza dello stesso titolo di uguagliare quello di un bond a cedola fissa (BTp semplice) di analoga vita residua. Se il tasso di inflazione medio che si verificherà in futuro sarà maggiore rispetto a questo valore, i titoli indicizzati saranno più convenienti. Se viceversa il tasso medio di inflazione che si verificherà a scadenza del titolo indicizzato sarà inferiore, allora sarebbe stato più vantaggioso puntare su un titolo nominale.

ropa che verso gli Stati Uniti. Cerchiamo di capire quale è l'inflazione prezzata nei sottostanti e in base agli scenari prendiamo le nostre scelte di investimento. È fondamentale analizzare attentamente i sottostanti. Il vantaggio dell'Etf è che non compro un singolo titolo e quindi diversifico maggiormente il rischio. I titoli inseriti negli Etf indicizzati tendono ad avere scadenze più lunghe dei tradizionali decennali».

Da inizio anno questi strumenti hanno ben performato perché il tasso nominale è sceso tra i paesi sviluppati per la politica monetaria delle banche centrali, mentre le aspettative sull'inflazione da inizio anno non si sono mosse particolarmente. Questi movimenti hanno generato una compressione del tasso "reale". «Ad esempio - continua Aboav - c'è un Etf di Db con bond indicizzati quotato su Borsa italiana che ha guadagnato il 3,9% da inizio anno, una performance molto interessante. Lo scenario peggiore per questi strumenti è che ripartano i tassi al rialzo senza l'inflazione, ma l'ipotesi appare oggi molto accademica».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Un minimo di rendimento da BTp e Bonos

Un'opportunità i titoli di Stato decennali ma attenzione ai rischi

Marcello Frisone

■ Anche se ormai sembra normale ottenere rendimenti negativi dai titoli di Stato d'area euro e di altri Paesi del Vecchio Continente, per l'investitore gestire la liquidità rappresenta un problema di difficile "soluzione". E questa, in termini di rendimento, potrebbe essere rappresentata dai titoli decennali di Stato spagnoli e del nostro Paese, tenendo comunque sempre a mente i rischi anche se, al momento, sono davvero pochi, visto l'"ombrello" Bce.

## RENDIMENTO E SICUREZZA

Nei mercati finanziari esiste la re-

lazione che a bassi rendimenti corrisponde una maggiore sicurezza. Se infatti fino a dieci anni di durata, il titolo governativo tedesco paga rendimenti di segno negativo è perché nell'immaginario collettivo la Germania è sinonimo di sicurezza. Ma lo è pure la Svizzera, che allunga addirittura la durata delle emissioni con segno meno. «D'altra parte - spiega Angelo Drusiani di banca Albertini Syz -, non c'è via d'uscita: l'incertezza sul futuro dell'economia mondiale è ormai padrona della scienza. Ergo: meglio rischiare a ragion veduta, sapendo qual è il valore massimo della perdita, che investire in altri strumenti, il cui futuro è tutto da scoprire».

Accanto alla sicura perdita in conto capitale dell'investimento in questi titoli di Stato decennali, poi, occorre sommare l'addebito trimestrale dei bolli. Per lenire in par-

te il disappunto creato dai rendimenti negativi, invece, si potrebbe prendere in esame il BTp quinquennale (rendimento netto dello 0,35%, sale all'1,15% per durata dieci anni), cui togliere i soliti costi per commissioni bancarie e bolli (0,20% annui sul valore nominale degli strumenti).

## RISCHI

È comunque sempre bene ricordare che il prezzo di mercato di uno strumento con scadenza decennale è particolarmente volatile, nel senso che può subire oscillazioni importanti. I rendimenti che i mercati pretendono via via condizionano le quotazioni giornaliere. Ed è bene sapere anche che, a fronte di una variazione dei rendimenti stessi di un punto, il prezzo di questi strumenti si sposta mediamente di 7,5 punti. Come dire: se i mercati

si aspettano una risalita dei tassi di un punto, la quotazione del BTp decennale (ma anche del titolo tedesco, olandese, spagnolo e di tutti gli altri con analoga durata) scende di 7,5 punti (per esempio il prezzo del titolo potrebbe passare da 100 a 92,5).

## OPPORTUNITÀ

È vero che un simile aumento dei rendimenti in Europa non è ipotizzabile ma è meglio sapere prima i possibili problemi. «Nel breve periodo - conclude Drusiani - investire in durate decennali può rappresentare una discreta soluzione: Italia e Spagna, soprattutto. Le emissioni portoghesi, invece, sono sotto esame da parte di un'agenzia di rating, per questo meglio attendere qualche giorno, per valutarne l'esito».

marcello.frisone@isole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## MERCATI

# Ritorno di fiamma per gli emergenti

La mancata stretta monetaria della Fed e una crescita costante per quanto lenta attirano gli investitori

**Marzia Redaelli**

■ Oltre quaranta miliardi di dollari da febbraio. È il capitale estero riversato sui mercati emergenti secondo le stime dell'Institute for International Finance. Il ritorno di fiamma degli investitori con i listini in via di sviluppo segue a sette mesi consecutivi di deflussi (per circa 50 miliardi), che hanno abbassato il consenso al livello più basso dalla crisi del 2008. L'ondata coincide con il rimbalzo dell'indice azionario Msci Emerging Markets, che dai minimi del gennaio scorso ha guadagnato il 18%.

Il vasto paniere degli emergenti racchiude aree geografiche anche distanti, ma accomunate da potenzialità di crescita economica e demografica superiori a quelle del mondo "maturo": stati dell'Est Europa, dell'America Latina, dell'Asia e i mercati di frontiera africani o meridionali. Anche il saliscendi delle loro Borse ha spiegazioni comuni,

una su tutte l'annunciata stretta della politica monetaria americana.

In realtà, la stretta monetaria è abortita, e dopo un ritocco di un quarto di punto a dicembre, il paventato giro di vite sui tassi che renderebbe meno profittevole ai grandi operatori finanziari cercare rendimenti oltre mare sembra meno incisivo del previsto. La Presidente della Fed, Janet Yellen, ha ribadito che l'inasprimento sarà graduale e dipenderà anche da condizioni esterne all'economia Usa (vedi la frenata cinese, oltre che le difficoltà dell'Eu-

ropa). Sembra un ragionamento circolare, perché il fatto che il biglietto verde resti ammorbidito da una politica accomodante evita un'eccessiva svalutazione delle divise povere già indebolite dal rallentamento economico - e non esercita pressione sui prezzi delle materie prime, dannosa per molti esportatori di risorse di base.

La questione cruciale è se il circolo virtuoso basti a rilanciare le Piazze emergenti. La Cina, una delle chiavi della ripresa globale, mostra segni di miglioramento (nella manifattura,

nei servizi, nell'immobiliare). Però l'agenzia di rating Moody's disegna uno scenario negativo - dubbiosa sulle riforme attuabili da Pechino per contrastare un'implosione del ciclo - e il Fondo Monetario Internazionale avverte che la Cina rappresenta un rischio crescente per i mercati finanziari mondiali; in particolare per gli altri Paesi emergenti produttori di materie prime, per via del suo ruolo di grande consumatore. Tra questi c'è il Brasile, che annaspa tra recessione e impasse governativa, ma dove la Borsa è salita del 30% dall'inversione di gennaio.

«Gli emergenti possono continuare a sovra-performare finché la crescita di quelli sviluppati è lenta, ma positiva, e le politiche monetarie restano molto accomodanti - afferma Fabrizio Quirighetti, responsabile degli investimenti a Syz A.M. -; sono a rischio in caso negli Usa si ripresentino timori di recessione o, viceversa, il Pil aumenti tanto da forzare la Fed a rialzi maggiori delle attese. Dunque la linea è sottile, e crediamo che il rimbalzo non possa essere duraturo, ma piuttosto frutto delle ricoperture, perché al netto delle cattive notizie già incorporate nei prezzi. Le nostre preferenze vanno alle azioni asiatiche: di Taiwan, Korea, Singapore e Hong Kong».

## Il confronto

Base 01/01/2015=100



## FONDI ARGENTINI A PANAMA MACRI È GIÀ SOTTO TIRO

### L'INCHIESTA Il neo-presidente nega

Primi guai in vista per il neopresidente argentino Mauricio Macri. La procura argentina ha aperto un'inchiesta per stabilire se il nuovo leader abbia «maliziosamente omesso» nella sua dichiarazione giurata la sua partecipazione a due società offshore, la cui esistenza sarebbe stata rivelata dall'inchiesta Panama Papers.

Ma Macri e il suo Governo hanno negato che siano stati commessi reati perché il capo di Stato non possiede capitali in seno alla società offshore Flag Trading Ltd. A sollecitare l'azione della giustizia è stato un deputato dell'opposizione kirchnerista, Norman Martinez. L'inchiesta riguarda anche una seconda società offshore. Fra le prime mosse della gestione Macri l'accordo con i possessori di tango bond che non avevano accettato i concambi degli scorsi anni. L'Argentina voleva così riguadagnare credibilità nei mercati internazionali per chiedere nuovi prestiti.

# Trovare alternative È NEL NOSTRO STILE

**COMBINARE** strategie di investimento decorrelate

**SCEGLIERE** fonti di rendimento alternative

**OFFRIRE** soluzioni efficaci in ogni condizione di mercato

**È QUESTO IL NOSTRO STILE.**

> [liquidalternative.pioneerinvestments.com](http://liquidalternative.pioneerinvestments.com)

**PIONEER**  
Investments®

Messaggio pubblicitario. Prima dell'adesione leggere il KIID da consegnare prima della sottoscrizione o il Prospetto disponibili sul sito [www.pioneerinvestments.it](http://www.pioneerinvestments.it) o presso gli intermediari collocatori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Fonte: Pioneer Investments, dati al 30 marzo 2016. Mese di diffusione: marzo/aprile 2016. Pioneer Investments è il marchio che contraddistingue le società di gestione del risparmio del Gruppo UniCredit.

## LA POSTA DEL RISPARMIATORE

SPORTELLINO RECLAMI

IL SOLE RISOLVE

## L'accredito delle cedole ritarda ma la colpa non è di IwBank

**Sono possessore dal 2011 di 50mila euro di obbligazioni senior Petrol AD 8,375% scadenza 2017 (Isin XSo271812447) depositate presso IwBank private investments. L'emittente, come da comunicazione ufficiale, ha regolarmente corrisposto gli interessi annuali maturati in data 11 febbraio 2016, ma IwBank non mi ha accreditato i soldi (3.098 euro al netto delle imposte). Nonostante le mie ripetute lamentele e dopo aver rappresentato e dimostrato che la società aveva pagato gli interessi, non vedo ancora i soldi sul conto. Secondo IwBank, la depositaria (Clearstream Banking, che si occupa dei pagamenti a livello internazionale per conto degli emittenti) non avrebbe trasmesso**

**il flusso cedolare. Ma non è così, poiché altri obbligazionisti, su banche diverse, hanno tutti ricevuto puntualmente l'accredito delle cedole, come anche dimostrato dal sottoscritto alla stessa IwBank. Ritengo che, da quando IwBank abbia cambiato pelle fondendosi con Ubi Banca un anno fa, il livello di efficienza sia scaduto così come il grado di affidabilità dimostrato anche dall'errata applicazione dell'imposta di bollo sul deposito titoli di cui ci stiamo lamentando molti.**

E.A.  
(via e-mail)

RISPONDE  
IWBANK

In merito alla segnalazione del clien-

te, IwBank conferma che al momento della richiesta non risultava pervenuto alcun flusso cedolare dalla depositaria Clearstream per l'obbligazione Petrol AD 8,375 2017.

IwBank precisa inoltre che nel documento prodotto dal cliente, datato 10 febbraio 2016, viene indicato un ritardo nel pagamento della cedola, normalmente previsto per il 26 gennaio 2016, e che l'emittente si aspetta avvenga entro il 12 febbraio 2016.

L'accredito delle cedole è avvenuto, come da flusso cedolare ricevuto dalla depositaria, in data 11 marzo 2016.

Nel confermare la correttezza nell'operatività posta in essere, IwBank rimane a disposizione del cliente per qualsiasi ulteriore chiarimento.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

CASO  
CHIUSO

Quando si è insoddisfatti del proprio intermediario il primo passo da fare è reclamare presso l'apposito ufficio reclami. Questa mossa può servire non solo a risolvere un disservizio subito, ma funge anche da monito alla stessa organizzazione bancaria. Il lettore sostiene che il gruppo di cui è cliente sia in difficoltà organizzative, noi non possiamo sapere se ciò risponde al vero e le considerazioni, nonché le esperienze che ci racconta sono a titolo personale. Se ci fossero problematiche particolari e tutti lo segnalassero all'ufficio reclami l'intermediario dovrebbe rispondere del suo operato, non solo ai singoli ma anche all'audit interno e agli organismi di sorveglianza che devono controllare lo stato e le motivazioni dei reclami ricevuti dall'intermediario.

## Coppia di clienti Fineco che non riesce a cambiare i consulenti

**Da circa dieci anni io e mia moglie siamo clienti di Fineco con buona soddisfazione. Abbiamo però recentemente avuto parecchi problemi con il servizio di supporto. Ai due diversi Fineco center di Milano di appartenenza, ho richiesto la collaborazione di un «Advisor» che mi aiutasse, come sempre in passato, sulle scelte di investimento in quanto non possiedo sufficienti informazioni, conoscenze, ed esperienza. Purtroppo, in questo ultimo periodo, ho avuto un aiuto professionale inadeguato rispetto a precedenti advisor. E posso anche dimostrarlo con la documentazione cartacea. A fronte di tale insoddisfazione mi è stato negato il contatto con un nuovo «advisor», in entrambi i Fineco Center dove separatamente siamo seguiti io e mia moglie. Nel primo caso è stato proposto solo l'advice, che conosco e che non mi soddisfa, affermando che chi sceglieva l'advice non può avere un consulente per l'acquisto o le vendite di Sicav, Fondi, come in passato. Nel secondo caso l'advisor è stato negato dicendo che con la prossima applicazione della Mifid2 Fineco permetterà solo l'advice e, non in contemporanea, l'advisor. Il call center ha affermato invece il contrario, cioè che l'advice poteva avere un dossier separato**

**dalle altre operazioni. Chi ha ragione? Sappiamo per certo che sia io che mia moglie siamo considerati «clienti difficili».**

**Forse perché non rientriamo nel 70/80% dei clienti privi di conoscenza economica-finanziaria? O perché in alcuni casi non abbiamo condiviso i suggerimenti ricevuti ma abbiamo suggerito altre Sicav decisamente migliori? Forse perché alcune previsioni negative da me esposte, purtroppo erano esatte? Forse perché mia moglie ha una buona conoscenza finanziaria di Sicav, Fondi, per cui è molto prudente prima di prendere le decisioni suggerite? Oppure perché in alcuni casi una richiesta di supporto da parte nostra in situazioni che si sarebbero poi palesate negative, non ci è stato dato alcuna risposta?**

**Mia moglie ed io abbiamo investito alla Fineco 1,8 milioni di euro. Senza una soluzione alla nostra richiesta ci vedremo costretti a valutare soluzioni alternative. Perché la pubblicità Fineco mostra sempre la presenza di un Financial Advisor che poi nella realtà viene negata?**

G. C.  
(via e-mail)

RISPONDE  
FINECO BANK

In riferimento al reclamo del nostro cliente, desideriamo precisare alcuni punti importanti. Innanzitutto confermiamo la possibilità che venga prestata l'attività di consulenza e assistenza di un consulente finanziario al di fuori del servizio di consulenza «Fineco Advice». Inoltre, in merito alla richiesta

da parte del cliente di essere seguito da un diverso professionista, confermiamo che stiamo pianificando un incontro con l'area manager di riferimento.

Con riferimento a Fineco Advice, sottoscritto dal signor G.C., dalle verifiche effettuate è emerso come il cliente abbia richiesto l'elaborazione di un piano finanziario personalizzato caratterizzato da un orizzonte temporale di medio-lungo termine, che però è stato mantenuto per un periodo (meno di sei mesi) tale da non aver consentito al piano di raggiungere la miglior performance ipotizzabile. Il consulente finanziario del signore ha riferito di aver costantemente prestato la dovuta assistenza, proponendo le soluzioni più idonee al fine di coniugare al meglio la propria consulenza con l'esigenza di autonomia dal cliente manifestata in più occasioni.

Infine, desideriamo precisare che i consulenti finanziari dei Fineco Center ai quali si è rivolto hanno riferito di aver informato il cliente che «FinecoAdvice» è prestato dalla banca unicamente tramite i propri consulenti finanziari.

Nella speranza di aver fornito i chiarimenti richiesti, ci auguriamo che il rapporto di fiducia con la banca possa continuare anche in futuro.

## Il lettore chiede più chiarezza sui rendimenti dei buoni postali

**Poste Italiane ad ogni fine anno invia ai possessori di buoni fruttiferi una comunicazione in**

**cui indica il valore nominale ed il valore lordo.**

**Fino a qualche anno fa l'indicazione del valore lordo ad ogni 31 dicembre era un dato utile al possessore per ricavare il valore netto.**

**Era infatti sufficiente prendere la tabella in cui (per quella emissione) erano indicati per ogni bimestre il coefficiente lordo con a fianco il coefficiente netto, per ottenere con grande facilità il valore netto.**

**A seguito dell'introduzione dell'imposta patrimoniale (o bollo), da qualche anno l'indicazione del valore lordo fornita da Poste Italiane è ora del tutto inutile, se non forviante. A questo punto Poste potrebbe limitarsi a comunicare il valore nominale (con valore di semplice attestato) in quanto (a meno che Poste non ci invii una nuova edizione della tabella B) non è possibile indovinare quali calcoli vadano eseguiti per passare dal valore lordo indicato al Valore Netto, che è quello che interessa al possessore del buono.**

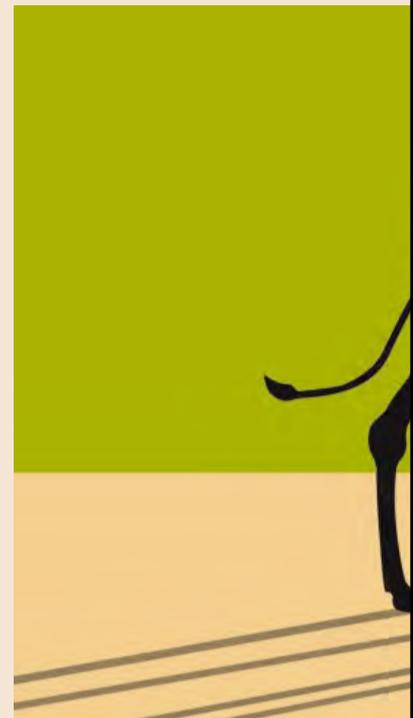
Carlo May  
(via e-mail)

RISPONDE  
POSTE ITALIANE

Informiamo il lettore che nelle comunicazioni inviate periodicamente con flussi automatici è prevista l'indicazione del valore nominale e il controvalore lordo dei Buoni Fruttiferi Postali, ma non è possibile inserire la variante dell'imposta di bollo in quanto questa viene determinata solo all'atto del rimborso come previsto dalla normativa in materia fiscale (circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 48E del 21/12/2012).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

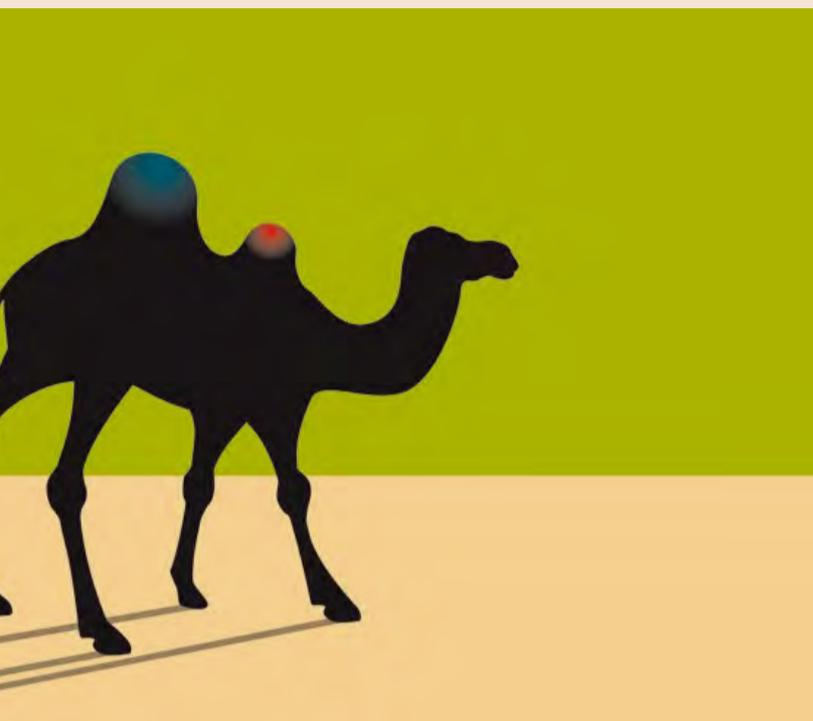
## LA LETTERA



**Il consulente del lavoro 30enne è iscritto alla cassa previdenziale. Sta per essere assunto a tempo indeterminato**

## 30enne incerto tra cassa e fondo pensione

**Sono un consulente del lavoro 30enne iscritto alla relativa cassa professionale. A breve sarò assunto a tempo indeterminato presso un'azienda privata che inizierà a versare i relativi contributi Inps e dovrò scegliere se aderire ad un fondo pensionistico. So di poter restare iscritto all'albo nonostante l'attività di lavoro subordinato e, di conseguenza, continuare a versare verso la cassa previdenziale i relativi contributi. Ma in un'ottica di medio-lungo periodo finalizzata alla mia futura prestazione pensionistica, mi converrà proseguire nel versare la contribuzione alla cassa professionale (utilizzando questa forma di contribuzione come se fosse un fondo pensione) oppure cancellarmi dall'albo professionale e attivare un fondo pensione classico, magari versandoci anche la quota mensile di Tfr. Sicuramente in un'ottica puramente economica la prima**



2  
Il futuro datore di lavoro inizierà a versare i contributi Inps e il professionista dovrà scegliere se aderire ad un fondo pensionistico

3  
Si chiede se, in un'ottica di medio-lungo periodo, convenga la cassa professionale o un fondo pensione tradizionale

**soluzione sarebbe più onerosa a seguito della contribuzione minima che comunque ogni anno occorre versare. Ed inoltre non potrei avere quella "flessibilità" che un fondo mi darebbe in ottica di eventuali necessità di liquidità.**

Alessio Romagnoli  
(via e-mail)

risponde **Federica Pezzatti**  
f.pezzatti@ilssole24ore.com

La «questione previdenziale» per lei e per le nuove generazioni sarà cruciale visto che fa parte dei futuri pensionati che andranno in pensione con il metodo contributivo. La pensione dei liberi professionisti è gestita da Casse di previdenza privatizzate.

Un sistema previdenziale diverso dall'Inps. Ogni cassa ha un proprio regolamento e statuto che disciplina, in maniera autonoma, la contribuzione, i requisiti, il sistema di calcolo e le prestazioni erogate.

«A partire da gennaio 2013 i lavoratori iscritti alla Cassa di Previdenza dei Consulenti del Lavoro (Enpac) sono soggetti all'applicazione del metodo contributivo così come già avviene per i giovani dipendenti che versano all'Inps - spiega Giuseppe Romano, consulente indipendente di Consultique -. Dunque ciò che in primis conta dal punto di vista pensionistico è l'entità della contribuzione. Per il dipendente è pari al 33% del reddito lordo (di cui circa i 2/3 a carico dell'azienda) e per i Consulenti del lavoro la contribuzione soggettiva è calcolata al 12% del reddito professionale prodotto nell'anno precedente. Tale aliquota dovrà essere applicata ad un reddito minimo di 17mila euro e fino a 95mila euro. È quindi dovuto, in ogni caso, un contributo soggettivo minimo di 2.040 euro».

I versamenti sono a carico del professionista ed integralmente de-

ducibili dal reddito. I giovani che si iscrivono all'Ente, o sono già iscritti da meno di 5 anni, con meno di 35 anni di età, versano sia il contributo minimo sia l'eccedenza ridotti al 50%, con facoltà di chiedere l'applicazione dell'aliquota intera. In merito ai requisiti nella suddetta Cassa per la vecchiaia a partire dal 2025 ci vogliono 70 anni con almeno 5 anni di contribuzione e di iscrizione.

«I fondi pensione hanno ovviamente più flessibilità in tema di anticipazioni, riscatti e libertà di versamento - fa notare Romano -, oltre l'eventuale contributo datoriale, di contro le Casse di previdenza tendenzialmente offrono prestazioni più interessanti ed articolate in quanto incorporano fisiologicamente una piena mutualità dei propri aderenti».

Nel caso in questione la cassa prevede le seguenti prestazioni: pensione di vecchiaia; pensione di vecchiaia anticipata; pensione contributiva; pensione d'invalidità; pensione d'inabilità; pensione ai superstiti indiretta e reversibile. Quanto ai costi non ha senso confrontare i costi di gestione della cassa (che è un po' come l'Inps) con il fondo pensione.

Se opta per il fondo pensione o il Pip faccia molto attenzione all'Isc (indicatore sintetico di costo) questa voce indica quanto pesano i costi del prodotto annualmente. Si tratta di una voce omnicomprendente. Ogni punto percentuale in più ha un'incidenza elevatissima sulla prestazione pensionistica finale.

Al livello di costi di gestione quindi le due soluzioni (fondo o cassa) non sono sostanzialmente paragonabili quindi a fare la differenza sono gli obiettivi: «Se in futuro il lettore pensa di poter riprendere l'attività di consulente del lavoro, allora potrebbe avere senso puntare sulla Cassa, altrimenti no», conclude Romano.

## LE VOSTRE DOMANDE

### Obbligazionista di Hypo Alpe Adria incredulo sulla situazione

**Ho un'obbligazione Hypo Alpe Adria (Isin XS0272401356) con scadenza a ottobre 2016. Cosa succederà dopo che l'11 marzo 2016 non è stata accettata l'offerta pubblica in quanto non sono stati raggiunti i requisiti richiesti?**

**Com'è possibile perdere dei soldi con obbligazioni senior di una banca nazionalizzata e di cui una regione dello stato austriaco (La Carinzia) garantisce per le obbligazioni? Fino a che punto è giusto e costituzionale il bail-in anche su obbligazioni acquistate anni prima? Premetto che io avevo accettato l'offerta pubblica con il rimborso al 75% del valore, cosa mi consigliate di fare?**

Antonio Capizzi  
(via e-mail)

■ Gli investitori di bond della banca austriaca Hypo Alpe Adria, a metà marzo, hanno rifiutato la proposta di ristrutturare il debito dell'istituto fallito che però era stato, in qualche modo, garantito dalla Regione della Carinzia. La proposta era basata sull'accettazione di una riduzione del 25% del valore facciale dei titoli e, in aggiunta, i possessori avrebbero ricevuto gli interessi maturati.

L'Austria fu obbligata a nazionalizzare l'istituto nel 2009, immettendo diversi miliardi di euro, evidentemente non sufficienti per sanare il bilancio colabrodo della banca e attualmente vi è quindi il rischio che il default possa contagiare la Regione della Carinzia; le altre regioni, pertanto, sono in pressing nei confronti del governo centrale per evitare questo evento drammatico.

Ricordiamo come l'istituto sia controllato dalla holding detenuta dal Ministero delle Finanze Austriaco e come sia stata creata una "bad bank", chiamata Heta, per la quale vi è la seria possibilità che venga messa in liquidazione, dato che finora il processo di vendita ha avuto esiti negativi.

Alcuni creditori importanti sono gestori professionali e sono coloro i quali hanno determinato la mancata accettazione dell'accordo proposto dalle autorità austriache. Il loro ragionamento è che il governo centrale possa aiutare la Carinzia a rispettare la garanzia offerta alla Hypo al momento della sua espansione. È una sorta di partita a poker, che potrebbe avere lunghi e dolorosi strascichi legali.

Le normative europee relative ai salvataggi bancari limitano, come ben sappiamo, gli interventi degli Stati. È interessante, però, notare come il punto saliente diventerà il salvataggio del land della Carinzia, ovvero dell'Ente che ha prestato la garanzia alla banca.

Il rischio che le subordinate possano subire una severa penalizzazione è elevato, mentre per le senior si dovrebbe assistere ad una decurtazione del nominale.

### Obbligazioni Astaldi adatte solo a portafogli extralarge

**Desidero conoscere il vostro pensiero su questa obbligazione che vorrei comprare XS1000393899**

Giorgio Catellani  
(via e-mail)

■ L'obbligazione citata dal lettore è Astaldi 7,125% scadenza 1 dicembre 2020. Il valore nominale collocato il 4 dicembre 2013 fu di 750 milioni di euro e l'importo minimo sottoscrivibile venne fissato in 100 mila euro. I proventi derivanti dal flusso cedolare sono assoggettati ad imposta sostitutiva del 26%. Lo strumento è quotato fin dalla data di emissione e, nel corso di questi anni, ha toccato un valore massimo di 107,70 il 7 luglio 2014 e un minimo di 93,99 il 20 gennaio scorso. «Quest'ultimo valore di scambio fu condizionato dal momento particolarmente difficile del comparto obbligazionario, a seguito della crisi di molti titoli bancari - spiega Angelo Drusiani, gestore obbligazionario di Banca Albertini Syz -. A loro volta sensibili all'entrata in vigore della normativa legata al Salvataggio Interno, o "bail in". Tra le caratteristiche del titolo, la possibilità che l'investitore possa richiedere il rimborso a 101,00, nel caso di variazioni della proprietà o dei membri del Cda. Al tempo stesso, la società potrebbe riacquistare, entro il 1° dicembre 2016, il 35% dei titoli in circolazione attraverso un'Opa, o pagando un premio specificato nelle Clausole particolari di rimborso. Successivamente al 1° dicembre 2016, tre tipologie di prezzi, in caso di rimborso anticipato, come da Clausole citate. Attualmente il prezzo di mercato è attorno al valore nominale, 100. I settori in cui opera l'azienda sono le infrastrutture e impianti per la produzione energetica. «Un investimento che fissa la quota minima a 100 mila euro è adatto a portafogli titoli con capienza importante, per far sì che la percentuale dello strumento in oggetto non sia particolarmente elevata», spiega Drusiani. Certamente la diversificazione degli emittenti rappresenta una regola base della buona gestione del portafoglio titoli e il debitore offre una buona opportunità, a condizione che il questionario Mifid sottoscritto dall'investitore esprima una media propensione al rischio.

#### LE REGOLE DELLE LETTERE

##### QUANDO SI SCRIVE A PLUS24

Una volta inviata una lettera di reclamo a «Plus24», essa verrà comunque pubblicata anche in caso di risoluzione della vertenza con l'intermediario con cui si ha un contenzioso. Eventuali ripensamenti non verranno assecondati, questo nell'interesse di tutti i lettori di «Plus24» che si trovassero in una situazione simile

### Tassazione è differita per le cedole pagate con i bond

**Vorrei sapere quale è la normativa che stabilisce il trattamento fiscale delle cedole pagate dalle obbligazioni con altri bond aventi lo stesso codice Isin. Mi riferisco in particolare ai bond Edcon. Da cinque fonti diverse ho infatti ricevuto cinque risposte diverse. Consideriamo un'obbligazione presente nel portafoglio con valore nominale di 10mila euro, un prezzo di carico di 100%, un valore attuale di mercato di 85%, una media dei valori di mercato degli ultimi 30 giorni presa da Bloomberg di 84% e che paga una cedola in natura del 4%.**

**La prima fonte fornisce questa informazione: cedola 4% pari a 400 di valore nominale di obbligazioni dello stesso Isin. Queste obbligazioni vengono considerate a un prezzo di 84% (media ultimi 30 giorni) pari a 336 euro. Si applica la ritenuta del 26% su 336 euro (pari a 87,36 euro) che viene addebitata sul conto corrente e le 400 obbligazioni vengono cumulate con le 10mila esistenti al prezzo di 84%.**

**Una seconda fonte calcola che le cedole (sempre pari a 400 di valore nominale) vengono considerate con prezzo 100. Quindi a un valore 400 euro con aliquota al 26% diventa un addebito di 104 euro. Con un nuovo prezzo di carico pari a 10.400.**

**Una terza fonte indica che non si applica la tassazione della cedola come se fosse denaro, ma si diminuisce il prezzo di carico con il valore in percentuale della cedola e la tassazione avviene in futuro come capital gain. Risulta così un prezzo di carico di 96,1538. La differenza di 3,8462% e cioè 400 euro sarà tassata come capital gain alla scadenza oppure nel momento della vendita dell'obbligazione.**

**La quarta fonte relativamente alla cedola 4%, considera una vendita delle 10.000 a un prezzo di carico iniziale 100 e un acquisto di 10.400 allo stesso prezzo 100. Risulta una minusvalenza di 400 euro. Infine c'è poi un'ultima fonte che utilizza un'altra e ancora più complicata prassi.**

Cristian Borcea  
(via e-mail)

■ La risposta corretta, secondo Angelo Drusiani, di Banca Albertini Syz, è la terza che il lettore cita.

La cedola non verrebbe assoggettata ad imposta in quanto viene direttamente riutilizzata per l'investimento nello stesso strumento che l'ha generata. In un secondo momento, però l'imposizione interviene: o all'atto della vendita o all'atto del rimborso. Non vi può essere certezza della tempistica dell'imposizione fiscale. L'esperto obbligazionario spiega che per la normativa si può consultare il «Pik interest» reperibile anche su internet.

UNA COSA È  
RICERCARE IL TREND  
**ALTRA COSA  
È INDIVIDUARE  
LE OPERAZIONI  
VINCENTI**

Accedi a tutti gli strumenti che ti permettono di trovare le migliori opportunità: dai video aggiornamenti sul mercato al calendario economico, inclusi i segnali di trading con Signal Centre disponibili su computer e dispositivi iOS e Android.

Più di una piattaforma di trading.  
Scopri di più su [IG.com](http://IG.com)

SELL	BUY		
5746.5	5747.5	-20.7	-0.36
1.26176	1.26236	0.00295	0.23
185.90	186.00	-3.00	-1.59
1662.16	1662.68	-4.56	-0.27
359.80	360.00	-2.90	-0.80
250.84	250.86	-0.44	-0.18
13087.8	13091.8	-17.0	-0.13
1408.13	1408.83	-0.87	-0.06
4349.8	4351.8	-4.0	-0.09
0.98929	0.98954	0.00116	0.12
9597.5	9599.5	-67.5	-0.7
1.26176	1.26236	0.00295	0.23
1662.16	1662.68	-4.56	-0.27
13087.8	13091.8	-17.0	-0.13

[IG.com](http://IG.com)

INDICI | FOREX | BINARY | AZIONI | MATERIE PRIME

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Il trading con i CFD può determinare perdite che eccedono il vostro investimento iniziale. IG Markets Ltd è autorizzata e regolata dalla FCA di Londra (n.195355) e dalla CONSOB.



# PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

ANALISI

PREVIDENZA

*Il passo doppio di Allianz sull'Italia*

di Nicola Borzi

C'è una doppia lettura dietro la decisione di Allianz, quarto gruppo assicurativo Vita e sanitario in Italia, che il 31 marzo ha dato mandato a Goldman Sachs per vendere un portafoglio da 4,5 miliardi di euro di polizze Vita chiuse italiane, in un'operazione che potrebbe valere circa 200 milioni. Entrambe le letture coinvolgono la Banca centrale europea e le regole Ue. La prima lettura, *mainstream*, legge nella mossa del colosso assicurativo tedesco una decisione obbligata dal crollo dei rendimenti obbligazionari seguito alle mosse della Bce che hanno portato i tassi ai minimi storici. Il problema è che, a fronte di minimi flussi cedolari, le polizze Vita italiane vendute pagano un tasso di interesse minimo del 2%. Non solo: la direttiva Solvency II, entrata in vigore dal primo gennaio scorso, pesa sul *business* delle polizze Vita chiuse che assorbe molto capitale. C'è, invece, chi ha voluto leggere nella decisione della società tedesca un atto di sfiducia nel sistema-Italia: le polizze hanno come sottostante un paniere che comprende anche titoli di Stato italiani e, dunque, anche in caso di *default* dello Stato l'assicurazione dovrebbe garantire rendimenti e capitale investito.

Un'interpretazione malevola alla quale la risposta l'ha data la stessa Allianz: giovedì scorso, 7 aprile, Allianz Global Investors, il gestore del gruppo, ha investito 400 degli 830 milioni complessivi sul *project bond* del Passante di Mestre, il primo garantito (per un quinto del suo valore) dalla Banca europea degli investimenti su un progetto infrastrutturale italiano. Anche qui entra in gioco Solvency II: un emendamento alla direttiva alligera gli accantonamenti di capitale richiesti alle compagnie europee per gli investimenti effettuati in azioni o bond di iniziative infrastrutturali. L'emissione di bond sarà in due *tranche* con una cedola del 2,115% e scadenza 31 dicembre 2030. Se le polizze Vita non rendono, le alternative anche in Italia non mancano.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

nicola.borzi@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Fondi pensione più aperti ma aumentano i rischi

Prende forma il progetto europeo di un prodotto pensionistico unitario a livello della Ue

Antonio Criscione e Lucilla Incorvati

■ Nuova politica di investimento sia per i fondi pensione che per le Casse di Previdenza, a seguito del Dl 166 del Settembre 2014 e del prossimo decreto Casse, che, andato in consultazione lo scorso anno, è di prossima emanazione. Se ne è parlato al Salone del Risparmio, l'evento organizzato da Assogestioni che si è chiuso ieri a Milano. La nuova normativa pone l'accento sul controllo dei rischi dando maggiore libertà al gestore, il quale però viene investito di maggiore responsabilità. Al di là delle residue restrizioni quantitative, è infatti tendenzialmente ammesso qualsiasi tipo di investimento a patto che il fondo sia in grado di gestire (in caso di gestione diretta) o controllare (per la gestione convenzionata) l'andamento della gestione. Si aprono quindi maggiori possibilità di raccolta per i fondi chiusi di private equity, venture capital e private debt. «I fondi pensione si trovano in un contesto di tassi bassi e non sono in grado di generare rendimenti se non aggiungendo rischio al porta-

foglio e conseguentemente esponendosi a potenziali maggiori drawdown di portafoglio - spiega Elisa Ori, responsabile area istituzionale di Bnp Paribas I.P. - la gestione dinamica del rischio di portafoglio costituisce la risposta alla doppia sfida che gli investitori istituzionali hanno nel prendere le loro decisioni di investimento. Vale a dire, raggiungere gli obiettivi di lungo periodo che richiedono, specialmente in contesti di tassi bassi, investimenti in attivi rischiosi e avere una cintura di sicurezza che li protegga da perdite troppo elevate». Come spiega l'esperta senza un'attenta gestione del rischio di portafoglio, gli investimenti più rischiosi rischierebbero di erodere i guadagni in caso di repentine correzioni di mercato.

La centralità della previdenza, dal punto di vista del risparmio, è stata messa in relazione, al Salone, anche con l'invecchiamento della popolazione. Nel 2063 in Italia gli ultragenerati saranno 1.257.000. Lo ha spiegato Gian Carlo Blangiardo, demografo dell'università Bicocca di Milano. In pratica si tratta di soggetti che già oggi sono alla vigilia dei cinquantenni, non di bambini o adolescenti. L'esigenza di mettere in conto fin da subito la necessità di integrare le risorse che potranno venire dalla pensione pubblica però non è sempre chiara agli italiani. Che il sistema però debba integrare quote pensionistiche a ripartizione con quote a capitalizzazione è stata sottolineata, tra gli altri, da Ambrogio Rinaldi di-

retto centrale della Covip (Commissione di vigilanza sui fondi pensione), sempre in occasione del Salone del risparmio. E quest'ultimo ha anche annunciato che a livello di Eio-pa (l'autorità europea che vigila sul sistema pensionistico a livello comunitario) l'orientamento che sta prendendo piede in questo periodo e che probabilmente prenderà forma a breve è quello dell'introduzione di un ventinovesimo sistema, di stam-

po comunitario, il cosiddetto Pan-European Personal Pension Product. Più che l'introduzione di una normativa europea che si proponga di armonizzare gli ordinamenti dei vari stati, si tratta di uno strumento che si aggiungerebbe ai 28 nazionali esistenti, senza sostituirli, ma affiancandoli con una proposta unitaria a livello europeo. Su questo tema Eio-pa aveva lanciato una consultazione volta a verificare la "attractiveness of a Pan-European Personal Pension Product" (di cui si era già scritto su *Plus24* dello scorso 7 novembre). E Assogestioni, aveva segnalato che quello proposto dall'Eio-pa rappresenta «un vero e proprio prodotto di "terzo pilastro" adatto a qualunque risparmiatore», ricordando che è la prima volta che, a livello comunitario, si parla dell'opportunità di creare un prodotto armonizzato per rispondere alle esigenze previdenziali dei risparmiatori. Un sistema peraltro che va incontro alle esigenze dei giovani che si muovono con più facilità ormai, nel corso della loro carriera lavorativa, tra i vari paesi europei. Un prodotto con un imprinting comunitario potrebbe permettere la ricomposizione, in modo agevole, del percorso contributivo di questi soggetti. Il Pan-European Personal Pension Product si inserisce peraltro nel percorso volto a realizzare al Capital Market Union (Cmu), un intervento dunque con ambizioni ampie.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PER SAPERE TUTTO SUL RISPARMIO E SUGLI INVESTIMENTI OGNI MARTEDÌ IN EDICOLA



I TUOI SOLDI  
Investire in azioni

È il numero del 12 aprile del corso di educazione finanziaria

## Fondi comuni a sostegno delle Pmi

Dopo i prodotti specializzati nell'equity e nel debito arrivano quelli nel credito

Lucilla Incorvati

■ Creare un circolo virtuoso che possa convogliare il risparmio delle famiglie sulle imprese attraverso i fondi comuni d'investimento. Non è un'impresa facile da realizzare in Italia. Ma qualcosa si sta muovendo. A partire dal 2014, il governo con un pacchetto di misure (Finanza per la crescita) sta spingendo in questa direzione. «Dopo la fase 1 in cui abbiamo lavorato molto sulle misure per agevolare l'accesso delle imprese alla finanza e promuovere un ambiente più favorevole agli investimenti produttivi, con

crediti d'imposta mirati e regole più efficaci, incentivando la capitalizzazione e la quotazione delle imprese, aprendo a più operatori il mercato e semplificando il più possibile - ha spiegato al Salone del Risparmio Fabrizio Pagani, capo della segreteria tecnica del Mef - nella fase 2 innoveremo gli strumenti per consentire ai privati di investire direttamente».

Le Sgr sono i principali protagonisti di questo processo. A sei anni dal lancio del Fondo Italiano di Investimento, la Sgr costituita su iniziativa del Mef con il supporto delle imprese (Mps, Intesa, Unicredit, Cdp, ICBP, Confindustria, Abi) che oggi gestisce cinque fondi di investimento mobiliari chiusi riservati a investitori qualificati il bilancio è più che positivo. «Le imprese coinvolte sono 150 - ha ricordato l'ad Gabriele Cappellini - tra investimenti diretti e indiretti per com-

Gli interventi del Fii

Breakdown per classe di fatturato azienda target. In %



FONTE: Fondo italiano di investimento

pressivi 840 milioni per un fatturato aggregato di oltre 5 miliardi. Senza contare che con il ruolo di fondo di fondi per la maggior parte degli operatori in cui si è investito, il ruolo di FII ha permesso di attrarre risorse aggiuntive, rispetto a quelle investite direttamente, messe a disposizione delle Pmi italiane per circa due miliardi di euro, di cui circa 500 milioni provenienti da investitori esteri». Anche l'esperienza del fondo azionario dedicato alle Pmi per il pubblico retail lanciato da Arca Sgr è più che positivo. Ma in vista dell'arrivo dei nuovi fondi di credito (direct lending in alternativa al sistema bancario) di cui saranno protagonisti sempre gli asset manager ancora maggior cautela deve essere prestata nel prezzare i rischi sottostanti e la correlazione fra rischio di credito e rendimento atteso.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PIMCO®

# Tassi bassi non vuol cedole basse.

## PRIMA DELL'ADESIONE LEGGERE IL PROSPETTO

Storicamente, l'obiettivo di conseguire un elevato livello di reddito ha indotto molti investitori a detenere attivi finanziari rischiosi.

**PIMCO GIS Income Fund** si caratterizza per un approccio che è contemporaneamente flessibile e prudente. Il Fondo seleziona un'ampia gamma di fonti di reddito, perseguendo l'obiettivo di generare distribuzioni mensili costanti ed attraenti.

Scopri come il Fondo abbia generato reddito in differenti contesti di mercato, visita il sito [italy.pimco.com/income](http://italy.pimco.com/income)

### Principali Rischi

**Rischio di perdita del capitale** Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante sono soggetti a variazioni e gli investitori potrebbero recuperare meno di quanto investito. **Rischio di credito e di insolvenza** È talvolta possibile che l'emittente o il garante di un titolo a reddito fisso o strumento derivato non riesca a far fronte ai propri obblighi di pagamento o fallisca del tutto, con una conseguente perdita di reddito e dell'investimento iniziale per il fondo. I rating e i rischi associati ai titoli possono variare nel tempo e pertanto influenzare la performance del fondo. **Rischio associato ai titoli high yield** Si ritiene che i titoli high yield comportino un rischio maggiore che l'emittente o il garante di un titolo a reddito fisso o strumento derivato non faccia fronte ai propri obblighi di pagamento. Ciò potrebbe influire sulla performance del fondo. **Rischio associato agli strumenti derivati** Gli strumenti derivati possono produrre guadagni o perdite di entità superiore all'importo inizialmente investito. **Rischio associato ai mercati emergenti** I mercati emergenti o i paesi meno sviluppati possono essere caratterizzati da difficoltà politiche, economiche e strutturali maggiori rispetto ai paesi sviluppati, il che potrebbe comportare perdite per il fondo. **Rischio di liquidità** La vendita di taluni investimenti in un breve periodo di tempo potrebbe risultare più difficoltosa.

**Rischio di tasso d'interesse** Il valore degli strumenti a reddito fisso diminuisce di norma se i tassi d'interesse aumentano.

Il riconoscimento Morningstar Fixed-Income Fund Manager of the Year viene attribuito sulla base della solidità del gestore della performance, della strategia e dell'amministrazione della società. Morningstar Awards 2013<sup>®</sup>. Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Daniel J. Ivascyn e Alfred Murata (PIMCO Income, 2013) sono stati insigniti del premio "Fixed-Income Fund Managers dell'anno 2013 negli USA. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. PIMCO Funds: Global Investors Series plc è una società di investimento a capitale variabile multicomparto di diritto irlandese, costituita sotto forma di società a responsabilità limitata e registrata con il numero 276928. Si noti che non tutti i Fondi sono registrati per la distribuzione in qualsiasi giurisdizione. Le presenti informazioni non devono essere utilizzate in alcun paese né in relazione ad alcun soggetto, qualora tale utilizzo possa costituire una violazione delle leggi applicabili. **Le informazioni contenute nella presente comunicazione integrano quelle contenute nel prospetto informativo del Fondo e devono essere lette unitamente alle medesime.** Prima di effettuare l'investimento, gli investitori devono considerare

# dire avere

## PIMCO GIS INCOME FUND

I portfolio managers Daniel Ivascyn e Alfred Murata - Morningstar Fixed-Income Fund Managers dell'anno 2013 negli USA.



ISIN IE00B84J9L26

Classe E, EUR Hedged, a capitalizzazione

■ Fondo (al netto delle commissioni)

■ Indice di riferimento

Rendimento (%)



Al 31 dicembre 2015. Fonte: PIMCO

Indice di riferimento: Barclays U.S. Aggregate Index (EUR Hedged)

I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore affidabile dei risultati futuri.

attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, gli oneri e le spese di tali Fondi. Si raccomanda agli investitori privati di rivolgersi al proprio intermediario finanziario.

**I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore attendibile dei risultati futuri e non viene fornita alcuna garanzia in merito al conseguimento di rendimenti analoghi in futuro.** Le diverse classi di azioni del fondo sono soggette a commissioni differenti. Salvo altrimenti specificato nel prospetto informativo o nel relativo documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il Fondo qui menzionato non è gestito in relazione a un particolare benchmark o indice. Ogni eventuale riferimento a un particolare benchmark o indice contenuto nel presente documento è effettuato unicamente allo scopo di raffrontare la performance e/o il rischio. Il presente documento può includere informazioni aggiuntive, non esplicitamente riportate nel prospetto informativo, sulle attuali modalità di gestione del Fondo o della strategia. Tali informazioni sono aggiornate alla data di presentazione e possono essere soggette a modifiche senza preavviso. Si prega di leggere attentamente il Prospetto prima di assumere qualunque decisione di investimento. Il Prospetto è disponibile al

seguente indirizzo [Brown Brothers Harriman Fund Administration Services (Ireland) Limited, Telephone +353 1 241 7100, Fax +353 1 241 7101.]. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile di risultati future. Il presente materiale promozionale è pubblicato a scopo puramente informativo – e pertanto non va considerato alla stregua di una consulenza d'investimento né di una raccomandazione relativa a qualsivoglia titolo, strategia o prodotto – da PIMCO Europe Ltd (Società n. 2604517), regolamentata nella condotta della propria attività d'investimento dalla Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS) nel Regno Unito. PIMCO Europe, Ltd Amsterdam Branch (Società n. 24319743) e PIMCO Europe Ltd – Italy (Società n. 07533910969) sono inoltre regolamentate rispettivamente dall'AFM e dalla CONSOB ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano.

I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe Ltd sono destinati unicamente a clienti professionisti come da definizione contenuta nel manuale della Financial Conduct Authority, e non agli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione ma devono rivolgersi al proprio consulente finanziario. © 2016, PIMCO.

## PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

## LE KERMESSE DELLA FINANZA

## LETTERA DA WALL STREET

Mario Platero

## Panama e Pep, così si regolano gli Stati Uniti

È la Cia che ha messo in giro notizie false e tendenziose? Che ha organizzato tutto, come ha detto Vladimir Putin? Per Wall Street è irrilevante. Il fatto è che ora abbiamo nomi e cognomi e le rivelazioni dei Panama Papers non sono certo invenzioni. Di certo sappiamo che ci sarà qualche cambiamento radicale, tipo quelli che abbiamo visto con i conti cifrati delle banche svizzere. Del resto, lo sapevamo: non erano solo le grandi aziende a organizzare complesse operazioni di ingegneria finanziaria in paradisi fiscali, tipo *inversion*, anche loro nel mirino del Tesoro Usa, ma anche le piccole aziende e, soprattutto, i privati, investitori, grandi attori, musicisti, politici che ricoprono importanti cariche di Stato. Come poteva il Presidente islandese restare in carica se poi, dietro i suoi appelli per la serietà fiscale, viene beccato in flagrante con le dita nella marmellata con una società anonima a Panama? Diventa il Pep per eccellenza. Il Pep è il *politically exposed person*, cioè un politico che possa essere anche vagamente coinvolto in possibili scandali. In Usa banche come Chase chiudono i conti di chi è tra i Pep, che abbia poi fatto o meno affari loschi non importa. Il regolatore Usa colpisce senza pietà. Ci sono due cose che mi preoccupano guardando in avanti. La prima: siamo solo alla punta dell'iceberg. Lo studio Mossack & Fonseca è solo uno degli studi legali di Panama. Ma oltre a Panama ci sono studi che fanno cose identiche e proteggono la segretezza di società di comodo alle Bahamas, alle Cayman Island, alle Antille Olandesi, in qualche isolotto del Pacifico, persino in Europa, Liechtenstein, Montecarlo, Lussemburgo, in Olanda e in qualche isola inglese. I Governi sono corresponsabili, introducono regole troppo rigide e tasse troppo elevate su ritorni magari generati in un Paese con aliquote molto contenute. Se di americani per ora non ne abbiamo visti molti, da qualche parte ci saranno anche loro. Nel frattempo trovano anche loro il modo di evadere un Fisco eccessivamente penalizzante: a parte l'*inversion* lasciano semplicemente i quattrini fuori. In trasparenza, ma fuori dal rimpatrio e dalle tasse. Cambiamo dunque qualcosa nelle regole fiscali e nelle regole, che spesso rasentano la follia.

mplatero@ilsole24ore.us

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Giro d'affari di 1,7 milioni per il Salone del Risparmio

Anche la manifestazione organizzata a Roma dall'Anasf e l'ITForum di Rimini superano il milione di fatturato

■ Si è chiusa ieri la settima edizione del Salone del Risparmio organizzato da Assogestioni Servizi. Un evento che già al primo anno, nell'aprile del 2010, con poco più di 60 espositori raggiunse un giro di affari di un milione di euro. Una cifra che è via via aumentata a 1,7 milioni nell'edizione 2014, ultimo bilancio disponibile. E in attesa di conoscere i dati ufficiali dell'edizione appena conclusa, (nelle prossime settimane il cda di Assogestioni Servizi aprirà il bilancio 2015) tra gli oltre 100 stand espositivi presenti quest'anno spiccava l'assenza di società associate estere di un certo calibro: da BlackRock e iShares a Franklin Templeton, casa d'investimento del vice-presidente di Assogestioni Sergio Albarelli.

Per gestire l'evento e tutte le attività collegate l'associazione di categoria dei gestori si è dotata di una società ad hoc, Assogestioni Servizi. Una strada seguita anche dall'Anasf, l'associazione dei consulenti finanziari, per organizzare ConsulenTia, altra kermesse con un giro di affari da 1,2 milioni di euro (vedi intervista in basso). L'altra manifestazione che ruota intorno al mondo del risparmio gestito e supera il milione di fatturato è l'ITForum

di Rimini gestito, in questo caso, da quattro soci privati.

Le associazioni di categoria, quindi, nel momento in cui per gestire eventi, ma anche per fare formazione e prestare consulenze, decidono di andare oltre la loro attività caratteristica di rappresentanza e servizi ai soci nelle varie forme e nature, scelgono di costituire una società di servizi. Entità che non hanno l'obiettivo principale di generare utili, ma che consentono nel caso di Asso-

gestioni di coprire parte dei costi del personale e rendere più efficiente la macchina organizzativa dell'associazione.

Nel 2014 le spese del personale di Assogestioni Servizi, pur in calo, ammontavano a mezzo milione di euro. Da segnalare che rispetto all'emolumento incassato al primo anno, successivamente i componenti dell'organo amministrativo della società hanno deciso di azzerarsi i compensi.

Per Assogestioni, almeno per le prime cinque edizioni di cui sono pubblici i dati di bilancio, il Salone del Risparmio è un evento a somma zero, con i ricavi quasi tutti destinati alla valorizzazione della manifestazione. Il bilancio è stato chiuso sempre in utile, destinando a riserva ogni anno cifre modeste. Solo nel 2012 l'utile di Assogestioni Servizi ha oltrepassato di poco i 70mila euro. Le altre voci di spesa importanti sono i costi di allestimento e di servizi legati al Salone (circa un milione) e le spese pubblicitarie (che viaggiano in genere sul mezzo miliardo, di cui 120mila euro - per trasparenza nei confronti dei lettori - sono destinati al gruppo che edita questo giornale).

I dati puntuali delle ultime due edizioni del Salone non sono ancora noti, ma sicuramente saranno ancora numeri in crescita, sulla scia del buon momento del settore dell'asset management in termini di raccolta.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

gianfranco.ursino@ilsole24ore.com @g\_ursino

## I RICAVI DEI SALONI

1,7 milioni

## SALONE DEL RISPARMIO (MILANO)

Sono i ricavi di Assogestioni Servizi che derivano dall'organizzazione del Salone del Risparmio 2014

1,2 milioni

## CONSULENTIA (ROMA)

È il giro d'affari dell'ultima edizione di ConsulenTia2016 che si è svolta a Roma nel febbraio scorso

1 milione

## ITFORUM (RIMINI)

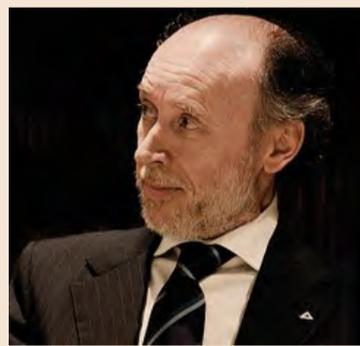
È il fatturato, in leggero calo, generato nell'edizione 2014 dell'ITForum di Rimini

## I conti del Salone

Dati estratti dal conto economico di Assogestioni Servizi  
Dati in euro

FONTE: Dati di bilancio

## ConsulenTia2016, utili per 150mila euro



## INTERVISTA

**Maurizio Bufi**  
Presidente dell'Anasf

■ «Con ConsulenTia abbiamo avuto la felice intuizione di organizzare, su una piazza come quella di Roma, un evento che fin da subito ha avuto il gradimento di tutta l'industria del risparmio, non solo dei consulenti che rappresentiamo». Esordisce così Maurizio Bufi, presidente dell'Anasf, che sotto il suo mandato ha

dato il via a ConsulenTia. «Nel giro di pochi anni - prosegue Bufi - l'iniziativa è cresciuta molto e in un'ottica di efficienza delle attività Anasf, abbiamo deciso di far confluire tutta la programmazione e la gestione dell'evento in una società di servizi ad hoc. Nel momento in cui oltre il 50% del bilancio è riconducibile a obiettivi commerciali, promozionali e di formazione, occorre dividere queste attività da quella tipica di rappresentanza e di tutela degli interessi degli iscritti. C'è un tema di natura giuridica e fiscale da tenere presente».

## Anasf Servizi ha scopo di lucro?

L'associazione non ha scopo di lucro, ma la società di servizi può averlo benissimo e l'utile conseguito è destinato a finanziare le attività dell'Anasf a 360 gradi.

## Il bilancio di ConsulenTia2016?

In positivo, con un utile di circa 150mila euro. Non possiamo che essere soddisfatti dei risultati raggiunti, considerato che quella del 2016 era solo la terza edizione.

## Rispetto al 2015?

In crescita. L'edizione 2015 ha registrato ricavi per circa un milione di euro; parlando di utili, il risultato è stato di circa 110mila euro.

## Nel costituire la società di servizi nel 2015 avete valutato un giro di affari di un milione di euro. Quali sono stati i ricavi delle ultime edizioni?

L'edizione 2016 si è chiusa con ricavi pari a oltre 1,2 milioni, con un incremento del 20% rispetto al 2015.

## Avete già messo in moto la macchina organizzativa per il 2017?

Stiamo lavorando ad alcune novità. Anche nella prossima edizione punteremo sui contenuti, che trarranno spunto da nuove ricerche sul mondo del risparmio e della consulenza. Riteniamo sia la formula giusta per riconoscere punti di forza e aree di miglioramento del settore per una crescita della nostra professione.

## La società è partecipata al 100% dall'Anasf. State pensando di tirare dentro altri partner?

No, la società di servizi rimarrà a pannaggio dell'associazione.

## Non c'è rischio sovrapposizione con l'altra vostra creatura, cioè con l'Efpa che da anni organizza un meeting analogo?

Efpa è nata su iniziativa di Anasf per creare una filiale italiana di una Fondazione di matrice europea che si dedicatesse alla formazione e alla certificazione professionale di elevato standing. Il focus dell'Anasf è un altro, ovvero la tutela degli interessi della categoria dei consulenti finanziari. Così anche gli eventi delle due realtà hanno stampo e obiettivi differenti: l'Efpa Meeting è incentrato sul tema della certificazione e i temi proposti sono strettamente legati a questo aspetto, ConsulenTia propone temi di carattere più generale.

## Per l'Efpa, invece, state pensando ad aprire la compagine sociale?

Stiamo valutando con attenzione questa possibilità non da oggi. Si tratterebbe di un ambito in cui comprendere anche altri soggetti interessati alla formazione e alla certificazione professionale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## EDUCAZIONE FINANZIARIA

# Italia, fanalino di coda tra i Paesi più sviluppati

I nostri giovani non hanno ancora chiaro il funzionamento dei meccanismi di economia e mercati

Lucilla Incorvati

■ Quando si parla di alfabetizzazione finanziaria l'Italia è fanalino di coda. Emerge da una serie di studi e ricerche realizzati negli ultimi anni e confermati di recente su larga scala, tra gli altri si ricorda quello finanziato nel 2014 da McGraw Hill Financial sulla raccolta di dati sull'alfabetizzazione finanziaria in tutti i paesi del mondo, realizzato da Gallup con il supporto dei ricercatori Global Financial Literacy Excellence Center di Washington, DC.

È stata misurata la conoscenza di base, ovvero l'abc della finanza: i principi elementari che sono alla base delle decisioni finanziarie, come il tasso di interesse composto o la diversificazione del rischio. Tra le economie avanzate, l'Italia è il paese con il più basso livello di alfabetizzazione finanziaria: solo il 37% degli italiani conosce tre dei quattro concetti fondamentali della finanza. Vale a dire, i concetti di inflazione, diversificazione, interessi composti e capacità di calcolo. Più che ai paesi del G-7, l'Italia assomiglia ai Brics; nel Brasile il livello della conoscenza finanziaria è altrettanto basso (35%) e nel Sud-Africa è al 42 per cento.

Passando poi alla conoscenza legata alla diversificazione del rischio mentre in Germania, Olanda o Svezia, più del 70% della popolazione risponde in modo appropriato quando gli viene chiesto di spiegare cosa è la diversificazione del rischio, in Italia solo il 40% degli intervistati sa rispondere correttamente. L'Italia si pone allo stesso livello di Paesi co-

me Grecia (36%) e Tunisia (37%).

Anche nella suddivisione fra classi di età il nostro paese si differenzia dalle economie avanzate. In quei Paesi non solo la conoscenza finanziaria è alta, appunto, per tutte le classi di età, ma ha anche un andamento a U rovesciata, ovvero gli adulti (età 35-54) sanno più dei giovani (età 15-34) e degli anziani (con più di 55 anni). I dati relativi all'Italia sono ancora una volta più simili a quelli dei paesi Brics. La conoscenza è più alta in assoluto fra i giovani e decresce con l'età; il 47% dei giovani italiani ha una (buona) conoscenza finanziaria, mentre la percentuale fra gli anziani è solo del 35 per cento. E i dati sono altrettanto allarmanti quando si guarda alle prospettive per le generazioni future. Nel 2012, nei test PISA (Programme for International Student Assessment) dell'Ocse, fra le materie ritenute necessarie per far bene nell'economia moderna e sul mercato del lavoro, è stata aggiunta la conoscenza finanziaria. L'Italia nella lista dei 18 Paesi che hanno partecipato, è arrivata penultima, appena sopra alla Colombia. Non solo. In alcune regioni, l'Italia fa peggio della Colombia, arrivando ultima. Insomma, anche i nostri ragazzi non dimostrano di dotarsi di quella cassetta degli attrezzi, indispensabile per prendere consapevolmente le decisioni d'investimento che segneranno la loro vita. Intervenire oggi in questo campo non è più una chance ma diventa un imperativo per tutte le parti in gioco: le istituzioni ed i privati.

## La classifica

Livello di educazione per classe d'età. Dati in percentuale

0% 20 40 60 80

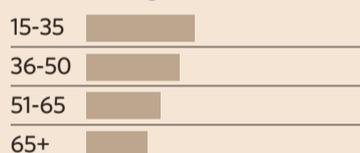
### Mondo



### Paesi avanzati



### Paesi emergenti



FONTE: George Washington University School of business

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## «Cosa fare? Insegnare l'abc della finanza»



INTERVISTA

Anna Maria Lusardi  
Washington D.C. University

■ **Professoressa Lusardi quali sono i fattori che più differenziano i vari paesi sotto il profilo dell'educazione finanziaria?**

Tre ordini di fattori: educativo, storico e sociale. Se si guarda soprattutto ai risultati dell'indagine Ocse confrontando le tre domande fatte in 14 Paesi emerge chiaramente che la mancanza dell'insegnamento dell'educazione finanziaria nella scuola fa sì che i giovani italiani abbiano una conoscenza che li pone solo di un livello sopra i colombiani. In Italia l'educazione finanziaria non viene considerata una materia di studio alla stregua di una materia scientifica. Mentre lo è. Ci sono poi ragioni storiche: l'investitore italiano in passato ha investito in prevalenza in immobili e in titoli di Stato. Investimenti semplici da capire, che hanno reso bene, spesso suggeriti dalle banche e dove ha funzionato il meccanismo di delega. Questo spiega perché c'è poca conoscenza finanziaria tra gli

adulti e anche perché a livello familiare se ne parlava poco.

■ **Negli altri paesi più evoluti cosa accade sotto il profilo dell'educazione finanziaria?**

Nei paesi più evoluti sotto questo profilo come Stati Uniti e Australia con la modifica del sistema pensionistico le decisioni d'investimento spettano ai singoli. Quindi, essere competenti sui temi della finanza è essenziale e fondamentale. Come ha ricordato bene l'Ocse in uno dei suoi ultimi rapporti, l'allungamento della vita cambierà tutto. E anche gli italiani saranno chiamati a prendere decisioni sul proprio futuro pensionistico in prima persona. Quindi, dovranno dotarsi di quelle conoscenze indispensabili per prendere decisioni consapevoli. Insomma, serve l'abc della finanza. Mi piace definirlo alfabetismo finanziario. Se non c'è questo anche le nuove generazioni non potranno partecipare alle decisioni economiche future del paese.

■ **Da dove si dovrebbe partire?**

Si dovrebbe partire dalla formazione dei docenti, già nelle scuole primarie, per insegnare l'educazione finanziaria come la storia, la geografia, evitando di introdurre l'educazione finanziaria come un corso volontario alla fine di un ciclo. Questo accade già in paesi come Uk e Australia. La crisi ha messo in evidenza quello che gli studi dicevano da tempo: l'ignoranza si paga. E lo si è visto di recente proprio in Italia. Questa ignoranza si può pagare oppure fare prevenzione. Direi che è meglio fare prevenzione! — L.I.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# NEXTAM PARTNERS

## MIGLIOR FONDO OBBLIGAZIONARIO MISTO



PREMIO  
ALTO RENDIMENTO  
2013



PREMIO  
ALTO RENDIMENTO  
2015

CFS Rating



BEST OVER 10 YEARS

sgr.nextampartners.com

Distribuito da: Nextam Partners, Milano (Tel. 027645121) - Nextam Partners, Firenze (Tel. 0550125116) - FinecoBank - Banca Patrimoni Sella & C. - Banca Sella - Alto Adige Banca - IW Bank - Online Sim - Banca Ifigest

## PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

## LE NUOVE FRONTIERE DELLA CONSULENZA

SOLDI  
IN TESTAMarco  
lo ConteLe due spinte  
al risparmio  
degli italiani

**S**i risparmia perché ci sono più soldi o perché c'è maggiore incertezza? Dai commenti ai dati diffusi nei giorni scorsi dall'Istat relativi alla propensione degli italiani ad accantonare denaro - attestata all'8,1% del reddito - ciò non è del tutto chiaro. La materia è molto interessante perché permette di analizzare la reazione dei risparmiatori rispetto ai segnali congiunturali. Risk on e risk off sono ormai le due modalità che i mercati, ossia tutti i consumatori di servizi finanziari, vivono quotidianamente all'epoca del Qe. È il mercato che fa educazione finanziaria, che condiziona con i suoi shock le decisioni dei singoli: soprattutto dei risparmiatori più vulnerabili, visto il loro inadeguato livello di preparazione in materia. In cattedra salgono fattori esterni alle loro esigenze, dalla ridotta necessità delle banche di liquidità che ha limitato le emissioni obbligazionarie, alla caduta dei rendimenti dei bond, alla recente introduzione del bail-in. L'offerta si è orientata verso strumenti di risparmio gestito, il che è positivo in assoluto, ma ancora non sposta i rapporti di forza del mercato: con la clientela bersaglio dei budget commerciali. Ma allora, quando gli italiani risparmiano di più e quando di meno? È evidente che, provando a ipotizzare un dato medio, con l'aumento del reddito disponibile tende ad aumentare anche l'accantonato (oltre ai consumi): in valori assoluti, però, non in percentuale. Tende invece ad aumentare in termini percentuali (e non in valori assoluti) in fasi di incertezza, grazie al retroterra contadino che spinge a risparmiare per i timori del futuro. Una tendenza, quest'ultima, accresciuta dalla volatilità dei dati congiunturali: per quanto ridotte in termini assoluti, l'alternanza di dati positivi e negativi, seppur molto limitati, sull'economia italiana tende a spiazzare invece che a indurre a scelte dall'orizzonte temporale quanto meno di breve-medio termine. È peggio, per esser chiari, oscillare tra il +0,2% e il -0,2% che tra il +0,1% e il +0,6%. Nulla di nuovo: è l'effetto della asimmetria tra guadagni e perdite, derivata dalla teoria del prospetto di Kahneman. La novità attesa, sono le soluzioni attese dall'Agenzia per l'educazione finanziaria, cui una recente proposta di legge assegna compiti importanti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il fenomeno robo-advising  
sotto la lente dell'Europa

Ascospim chiede carta di identità on line per i siti di consulenza Anasf: attenzione all'uso dei dati personali

Antonio Criscione

■ Una consultazione per capire che volto potrà avere la consulenza ai tempi dell'automazione e se sono necessari interventi regolatori su questa materia. Secondo Eba, Eio-pa ed Esma (le tre autorità europee rispettivamente nel settore bancario, delle assicurazioni e degli investimenti) vedono un catalogo di possibilità e di rischi. L'attenzione si concentra poi in modo particolare sul fenomeno dei robo-advisor. Alla fine della consultazione, le tre authority potranno avere un'idea se il quadro che emerge è bilanciato, in cui cioè rischi ed opportunità potranno fare emergere una situazione di equilibrio, oppure se la bilancia cade dal lato di uno di questi due poli, verosimilmente - è il caso di pensare - quello dei rischi.

Uno dei vantaggi, soprattutto per i piccoli risparmiatori, evidenziato dal documento di consultazione è quello della riduzione dei costi che si possono realizzare. Questo avvicinerà più risparmiatori al mondo della consulenza? Secondo quanto spiegato da Nadia

Linciano, capo dell'ufficio studi economici della Consob, qualche settimana faa Plus24, il rapporto dei risparmiatori italiani con il servizio di consulenza non è dei più facili, poiché non ne valutano correttamente gli effetti, e non sono neanche tanto propensi a pagarlo. Quindi i risparmi del robo-advising potrebbero essere decisivi per raggiungere gli investitori italiani. Ma è proprio così scontato che i costi siano da mettere dal lato dei vantaggi di questo tipo di servizi? Ne dubita Anasf. Spiega Germana Martano, direttore generale dell'associazione: «Le piattaforme online hanno spesso la necessità di farsi conoscere per acquisire clienti e questo può richiedere ingenti investimenti in marketing e pubblicità, costi che ricadono sugli utenti finali. E poi il costo non è l'elemento principale o comunque non il solo per valutare la consulenza».

Un'altra obiezione di Anasf riguarda i dati personali dei risparmiatori: «Vi è un rischio sensibile relativamente all'utilizzo dei dati personali per cross-selling o da parte di soggetti terzi. I dati raccolti dalle piattaforme hanno un valore di mercato, perché possono essere venduti a terzi». Un altro rischio sottolineato è quello della possibilità del click facile: premere un pulsante logico sullo schermo di un device digitale, può avvenire in modo immediato senza che si mediti a sufficienza su cosa si sta facendo.

Dubbi condivisi anche da un'al-

GLI EFFETTI  
DELL'AUTOMAZIONE

## I VANTAGGI

Per le tre authority europee (Eba, Eio-pa, Esma) i risparmiatori potrebbero essere avvantaggiati da: abbattimento dei costi; più ampio accesso alla consulenza; accesso a un maggiore numero di produttori di servizi; possibilità di ottenere consulenza finanziaria in modo più veloce e facile; consulenza più coerente se l'algoritmo è ben sviluppato; prestazione di una consulenza sempre aggiornata

## I RISCHI

I potenziali rischi per i risparmiatori invece sono: impossibilità di chiedere chiarificazioni; subire danni a causa della violazione o manipolazione da parte di terzi dello strumento automatizzato; non capire chi fornisce consulenza per la natura frammentaria del processo di consulenza; ricevere consulenza inadeguata a causa di: mancata conoscenza di come le informazioni fornite sono utilizzate dallo strumento automatizzato; errori dello strumento; ipotesi matematiche sottostanti lo strumento; non avere più la possibilità di accedere a un consulente finanziario umano.

tra associazione che ha partecipato alla consultazione, Ascospim. Massimo Scolari, che ne è presidente, spiega: «Abbiamo sottolineato l'importanza dell'utilizzo della tecnologia per fornire servizi ad alto valore aggiunto. E anche il fatto che non necessariamente la tecnologia significhi standardizzazione, perché può anzi contribuire a personalizzare di più il servizio. Si tratta però di servizi che vanno mediati da consulenti che valutino la situazione del cliente». Il vero rischio, per Ascospim, è quello della presenza di società di consulenza non autorizzate che si distinguono anche per forme di pubblicità aggressiva. «In vista di una possibile regolamentazione europea abbiamo proposto che le società autorizzate a prestare servizi di consulenza abbiano una carta di identità elettronica dove ci siano gli estremi dell'autorizzazione, del servizio reso e dei costi».

Il punto della funzionalità al servizio del consulente è sottolineato anche da Marco Tofanelli, di Asso-reti, che afferma: «Si tratta di un servizio più a servizio del consulente che del risparmiatore finale e in questo modo può comportare una riduzione dei costi. In realtà il vero rischio di questo tipo di servizi è quello di esaltare i bias comportamentali dei risparmiatori italiani. In particolare quello dell'overconfidence, ovvero di ritenere competenze finanziarie superiori a quelle effettive».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## La Mifid2 fa scuola su mutui e assicurazioni



INTERVISTA

Luca Zitiello

Avvocato

■ Quando si parla di consulenza, in genere il pensiero va subito alla Mifid2, la cui entrata in vigore si allunga dagli inizi del 2017 agli inizi del 2018. Eppure più che un riferimento esclusivo, quello della Mifid va considerato come un chiavistello che apre tante altre porte. È questo che è emerso in un recente convegno dello Studio Zitiello e associati. E proprio con Luca Zitiello facciamo il punto della situazione.

## Un quadro in movimento quello della consulenza...

Quello che è un tema centrale nella Mifid 2, ovvero la consulenza, a cui si collega l'adeguatezza dei prodotti proposti ai risparmiatori, sta facendo ingresso anche in altri settori meno scontati. È il caso della direttiva 2014/17 sui mutui immobiliari ai consumatori e sulla direttiva IDD in tema distribuzione assicurativa.

## Andiamo con ordine. Proviamo a fare il punto sulla Mifid2...

La direttiva impone a ciascun intermediario di dichiarare e chiarire quale tipo di consulenza presti al cliente e con quale livello di servizio per poi descrivere esplicitamente il modello di consulenza indipendente. Questa ultima richiede che vengano rispettate alcune condizioni: che sia valutata una congrua gamma di strumenti finanziari, a loro volta sufficientemente diversificati per tipologia ed emittenti, ed i prodotti finanziari che possano garantire la soddisfazione dei diversi obiettivi di investimenti del cliente; che non sia limitata a strumenti finanziari emessi dall'intermediario medesimo o da soggetti ad esso legati o da altre entità con cui abbia stretti legami...

## C'è la questione della remunerazione...

Questo è il vero elemento dirimente. Il consulente indipendente deve essere pagato esclusivamente dal cliente e non può ricevere remunerazioni dalle case prodotte o da terzi. Proprio l'assenza di un rapporto economico con gli emittenti e con le case prodotte e a presidio dell'assenza di conflitti di interessi e di effettiva autonomia ed indipendenza.

## E nella direttiva sui mutui immobiliari?

Anche in questo caso viene disciplinato un servizio di consulenza volto a garantire un mutuo adeguato alle esigenze del cliente ed al suo interno enuclea la prestazione del servizio di consulenza indipendente che ancora una volta si caratterizza per: dover prendere in considerazione un numero sufficientemente ampio di contratti di credito disponibili sul mercato; poter essere remunerato esclusivamente dal consumatore. Anche in questo ambito quindi si vedono confermati i presupposti di autonomia ed indipendenza della Mifid2.

## L'ultima direttiva di cui parlava è quella sulle assicurazioni...

Nell'ambito delle regole di condotta della direttiva ci si occupa del caso in

cui l'intermediario assicurativo associ all'attività di commercializzazione quella di consulenza. In particolare questa è indipendente se si fonda sull'analisi di un numero sufficiente di polizze assicurative disponibili sul mercato che gli consenta di formulare una raccomandazione personalizzata, professionale e, soprattutto, adeguata alle esigenze del cliente.

## Molto in linea con la Mifid2...

Occorre però segnalare che in questo caso non si richiede il requisito del pagamento della fee ad opera solo del cliente. La direttiva IDD concede però agli Stati membri di imporre agli intermediari requisiti più rigorosi ed in particolare di vietare o limitare l'accettazione di onorari da parte di terzi per la prestazione del servizio di consulenza. Inoltre gli Stati possono prevedere, nel caso in cui l'intermediario assicurativo preli consulenza indipendente, l'obbligo di valutare un numero sufficientemente ampio di prodotti assicurativi sufficientemente diversificati per tipologia e fornitori. Avvalendosi gli Stati di queste possibilità, si arriva alla previsione di un regime di consulenza indipendente dotata di requisiti comuni e conformi a quelli previsti nelle altre due direttive richiamate. — An.Cr.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## AFFIDAMENTI TRADITI

## La matrioska delle fideiussioni false

Polizze, garanzie ed emissioni Jp Morgan offerte abusivamente - secondo la procura - al possibile patron Barca

Stefano Elli e Gianfranco Ursino

Una perquisizione porta a scoprire nuovi documenti che rimandano ad altri documenti che svelano ulteriori illeciti che a loro volta fanno emergere altri. Accade spesso a chi fa indagini. Ed è capitato anche al Nucleo milanese di polizia Tributaria della Gdf di procedere ad arresti e a perquisizioni (nella vicenda sulle false fideiussioni della Lombard Merchant) e che queste attività abbiano portato alla luce una nuova vicenda di garanzie fittizie e di collocamento di bond «sospetti».

Ed è dunque una nuova inchiesta, sempre coordinata dal Pm milanese Eugenio Fusco, quella che ha portato a otto arresti (cinque in carcere e tre ai domiciliari) per associazione a delinquere. Anche questa volta finalizzata al compimento di svariati reati finanziari: tra queste l'emissione di polizze fideiussorie per 32.547.654 euro e una di queste offerta a uno dei quattro candidati alla presidenza del Fc Barcelona, il catalano Agustí Benedito. Inoltre al centro dell'inchiesta c'è anche il collocamento fuori sede e a privati (cosa che profila il reato di abusivismo finanziario) di almeno due bond strut-

turati che sarebbero stati emessi dalla Jp Morgan (ma sulla loro autenticità sono in corso verifiche) per un valore nominale di 42 milioni di dollari. Una di queste avrebbe dovuto essere utilizzata dalla società dell'imprenditore di Pistoia Cesare Marconi per acquistare una quota del Cesena Calcio. Operazione poi bloccata dalla Convisoc. La nuova sequenza di ordinanze nasce, dunque, da una precedente «retata» che aveva portato allo smantellamento di un network in grado di emettere 5.600 false fideiussioni in meno di 18 mesi per un monte «garantito» di circa un miliardo di euro.

Vittime: una lunga teoria di enti pubblici, comuni, province e aziende ospedaliere a svariate latitudini italiane. Al centro dell'inchiesta «madre» erano le società Lombard Merchant, Centrofinanziaria e Confidi Nord Ovest, che agivano con una rete di 97 agenti (abusivi) in tutta Italia e all'estero (Spagna, Romania, San Marino ed Emirati Arabi). L'elemento di raccordo delle due inchieste è una persona fisica: Claudio Turri, rappresentante dell'azionista di maggioranza della Lombard Merchant, società iscritta nell'elenco generale ex art. 106 del Tub che, a giudizio dei magistrati avrebbe rilasciato garanzie fideiussorie senza la necessaria autorizzazione, anche dopo lo stop ricevuto a inizio 2014 da Bankitalia, in seguito a un'attività ispettiva condotta dagli uomini di Via Nazionale e la successiva radiazione decisa dal Mef. Al centro della nuova operazione, invece, ci sono la Saint James Finance Spa (ex Ludom Leasing) la Saint James Bank



Agustí Benedito. Aspirante patron del Fc Barcelona, potenziale vittima



Eugenio Fusco. Il Pm che ha indagato sulla vicenda delle fideiussioni false

Limited e la Territorium Spa, di cui Turri risulta essere stato promotore e organizzatore, insieme a Niccolò Gasparri e Massimiliano Boccio, mentre Massimo Palermo, Fabio Sijnardo, Gianfranco Puri, Corrado Santoro, e il presidente del collegio dei sindaci Filippo Tarocco Ferrari sarebbero stati i promotori dell'iniziativa. Oltre al core business delle fideiussioni i membri del gruppo, però, avevano anche un'altra attività collaterale: quella di collocare (fuori sede) in particolare un titolo obbligazionario a una serie di soggetti che li avrebbero utilizzati per ottenere linee di credito da istituti bancari e per aumentare il capitale sociale. Il bond «incriminato» aveva un nome, un numero di serie e un codice Isin era il JPMorgan Chase commercial mortgage Securities (Jpmcc2007-Ldp11X) e Isin Us46631bah87.

Risulta essere un'emissione frutto di cartolarizzazioni di mutui concessi a clienti privati di tipo subprime che era stata emessa nel 2007 (prima dello scoppio della crisi) con scadenza il 15 maggio del 2022. Ma sul titolo in questione c'è un'incognita piuttosto rilevante che non poteva sfuggire a chi avrebbe avuto il compito di stilare una perizia sulla congruità dei valori attribuiti al bond. Se nel 2007, al momento dell'emissione, il bond era monitorato da Standard & Poor's e da Moody's che gli attribuivano una tripla «A», il 27 marzo del 2014 a seguirlo c'era solo Moody's, che lo aveva «degradato» a «B2». Per poi giungere a una valutazione il 2 novembre 2016 di «Ca». Cioè in default.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## I NUMERI DELLE OPERAZIONI SOTTO LALENTE DELLA GDF

32

## MILIONI DI EURO

Il valore delle polizze emesse dalla società Saint James Finance Spa (ex Ludom Leasing)

42

## MILIONI DI DOLLARI

Il valore nominale dei bond Jp Morgan Chase collocate sul mercato dagli indagati

1

## MILIARDO DI EURO

Il monte garantito dalle fideiussioni emesse dalla società Lombard Merchant.

5.600

## FALSE FIDEISSIONI

Emesse dalla Lombard Merchant accertate dalla Guardia di Finanza nella precedente inchiesta

La guida pratica per professionisti e investitori



Edizione 2016

# I 300 MIGLIORI FONDI

OGGI in edicola con Il Sole 24 Ore a soli € 12,90\*

## I MIGLIORI FONDI SCELTI PER VOI DAGLI ANALISTI DI CFS RATING

All'interno le nostre rubriche storiche

- **Best 300:** le "migliori prestazioni" del mercato
- **Best 20:** le migliori "giovani promesse" nel panorama dei fondi
- **Over 10 Years:** le gestioni più efficienti dell'ultimo decennio

e in più i nuovi temi di approfondimento

- **Fondi Quotati:** le caratteristiche dei fondi negoziati sul mercato ETF PLUS di Borsa Italiana
- **Fondi SRI:** qualità e risultati dei fondi con investimenti sostenibili
- **UCITS Alternativi:** i fondi per decorrelare il vostro portafoglio investimenti

NEW

\*oltre al prezzo del quotidiano



CFS Rating



Su [Shopping24.it](http://Shopping24.it) anche in versione digitale

## PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

ART ECONOMY24

pagina a cura di **Mariela Pirrelli**

# La Cina frena, speculatori alla finestra

La liquidità  
parcheggiata in arte  
In asta e in fiera  
collezionisti in erba  
a caccia della qualità

**Maria Adelaide Marchesoni**

■ L'agenzia di rating S&P, subito dopo Art Basel Hong Kong (dal 24 al 26 marzo), ha tagliato il rating - da stabile a negativo - della Cina e di Hong Kong. Alla base della decisione il rallentamento economico con un tasso di crescita annuo atteso per i prossimi tre anni del 6% inferiore a quello dell'ultimo piano quinquennale cinese del 6,5%. Nonostante la volatilità del mercato azionario e le preoccupazioni economiche, il mercato dell'arte nei primi appuntamenti del 2016 ha reagito in modo positivo confermando che l'arte per i ricchi cinesi rimane ancora un valido *alternative asset* per evitare gli investimenti nel traballante mercato azionario domestico. La campagna anticorruzione avviata dal Governo cinese ha determinato nel 2015 il calo della domanda di arte (-23% a 11,8 mi-

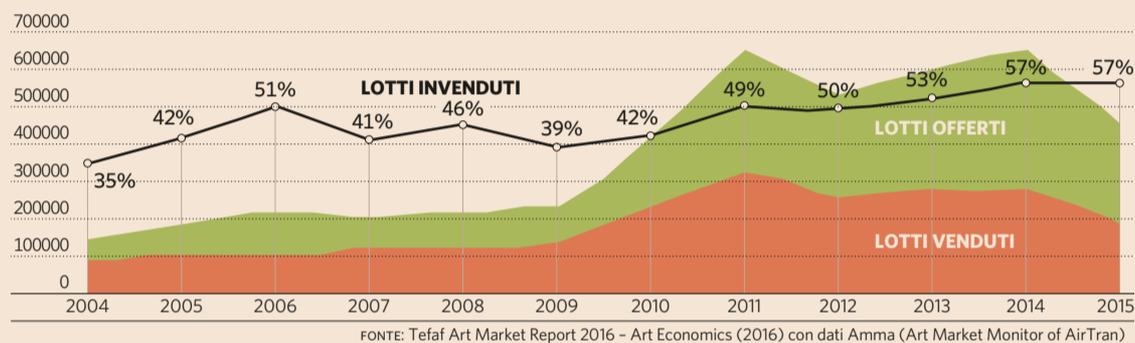
liardi di dollari il volume d'affari), complice anche la mancanza di opere di elevata qualità da offrire in asta rimaste nelle case dei collezionisti che non sapevano dove parcheggiare l'eventuale liquidità. La Cina negli ultimi dieci anni è cresciuta costantemente nel commercio di opere d'arte, oggi è il terzo importatore - dato aggregato Cina continentale e Hong Kong - con 2,3 miliardi di dollari (+2%) e un tasso medio di crescita del 32% dal 2004-14. La conferma di un rinnovato interesse per l'arte, evidenziato dai *sale report* di Art Basel Hong Kong, arriva anche dal-

le aste. Sotheby's in questi giorni ha tenuto a Hong Kong gli incanti primaverili con risultati solidi, superiori alle stime pre-asta, registrando un controvalore totale di 405,5 milioni di dollari (+17% rispetto al 2014). Nell'asta Fine Chinese Painting - che ha totalizzato 72,8 milioni di dollari - record per il dipinto «Peach Blossom Spring», 1982 dell'artista Zhang Daqian battuto a 34,9 milioni contro le stime tra 6,4 e 8,4 milioni di dollari. Ad aggiudicarsi il dipinto il collezionista cinese Liu Yiqian fondatore del Long Museum a Shanghai. L'artista nel 2015 era in testa alla

classifica dei primi 10 artisti cinesi per il segmento *Modern Painting and Calligraphy* elaborata da Artprice e AMMA (Art Market Monitor of Artron) con 879 lotti venduti per un totale di 249,4 milioni di \$ (-13% rispetto al 2014). Nel 2015 la pittura cinese e la calligrafia - i due più importanti segmenti pari al 47% delle vendite - hanno registrato valori in calo del 31% con il numero di lotti sceso del 40%. Giù del 17% anche le vendite di pittura a olio e l'arte contemporanea (incide per l'11% sul totale) con il 24% in meno di lotti. Invece la ceramica e l'antiquariato hanno inciso per il

35% registrando la performance migliore. «Il mercato dell'arte contemporanea in Cina - spiega Pearl Lam, una delle figure più influenti nel panorama del mercato dell'arte - presenta le stesse dinamiche dei mercati internazionali». Nelle sue quattro gallerie, due spazi a Hong Kong, uno a Shanghai e uno a Singapore, sono rappresentati artisti internazionali e contemporanei cinesi come Zhu Jinshi (nell'asta di Sotheby's del giugno 2014 a Beijing l'olio su tela «Yellow Autumn» è stato battuto per 302mila \$, al doppio della stima) e Su Xiaobai. Di questo artista ad Art Basel Hong Kong Pearl Lam ha venduto l'opera «Satisfactory No.1» del 2015 per 195mila \$. «Negli ultimi dieci anni - conclude Pearl Lam - collezionare arte contemporanea è diventato trendy e gran parte di questi collezionisti fa parte della categoria degli speculatori che hanno giocato al rialzo. In futuro il trend nell'area asiatica dipenderà dalle prospettive di sviluppo economico e finché la situazione non tornerà stabile i collezionisti continueranno ad essere prudenti, mentre i giovanissimi collezionisti ultra ricchi cinesi continueranno senza alcuna limitazione a comprare arte con i soldi di papà, grazie alle norme sulle successioni».

## Cina, i lotti offerti in asta contro i lotti invenduti dal 2004 al 2015



# L'art advisor tedesco che sussurra ai collezionisti asiatici

Dealer e collezionista  
con un museo privato  
di prossima apertura

**Silvia Anna Barrilà**

■ Già gallerista a Colonia negli anni 90, dai primi 2000 Désiré Feuerle è art advisor dei nuovi ricchi acquirenti asiatici. Ora mostra anche un altro lato di sé, quello di collezionista, con uno spazio aperto al pubblico dal 29 aprile a Berlino per la sua eclettica raccolta d'arte contemporanea cinese e occidentale, sculture khmer del VII-XIII se-

colo, mobili imperiali cinesi in lacca e arte del sud-est asiatico.

«Mi sono innamorato dell'arte asiatica a 16 anni, quando sono stato la prima volta a Hong Kong - racconta Feuerle. - A 19 anni ho iniziato a interessarmi al contemporaneo. Ho lavorato a Londra e New York in vari settori del mercato: dai gioielli ai classici moderni all'arte russa. Negli anni 90 ho aperto la mia galleria con una mostra di Gilbert & George, ma li ho esposti insieme agli orologi del XV-XIX secolo. Poi ho mostrato Anish Kapoor con le terrecotte thailandesi del 3.600-1.500 a.C., Richard Tuttle con gli oboe e i clarinetti, Richard Deacon con le teiere e caffettiere del XVII-XIX secolo, Fontana e Manzoni con l'ebanista

Étienne Avril, Rosemarie Trockel con gli strumenti scientifici. Ho mantenuto questo approccio sia in galleria che in collezione. Per me non c'è differenza tra un quadro e una teiera: quello che conta è la qualità delle opere e il modo di esporle. Anche una sedia è una scultura».

Chiusa la galleria nel '98 Feuerle ha iniziato a viaggiare in Asia creando contatti con gli acquirenti asiatici e seguendo l'evoluzione del mercato. «I cinesi sono molto curiosi. Ci sono più collezionisti giovani rispetto all'Europa e sono ansiosi di conoscere» spiega. «Le collezioni crescono gradualmente, mentre in Europa il collezionismo ha tradizione. Qui molti hanno fatto fortuna in poco tempo e cercano i nomi



Il collezionista art advisor Désiré Feuerle

famosi. Ci vorrà del tempo prima di trovare collezioni solide, costruite con gusto e non per investimento e per sentito dire. Come art advisor, ci vuole tempo prima di conquistare la loro fiducia, ma quando ci riesci, chiedono il tuo parere ad ogni acquisto».

E la recessione si sente? «Sì, sia sull'antico che sul contemporaneo c'è stato un calo. I record sono un'eccezione. Ma è meglio così, perché c'era una bolla. Mi mostravano i pezzi che compravano come trofei di caccia; ora mi chiedono prima di acquistare, si informano e prendono tempo. È un approccio più sano. Hanno rallentato ma ci sono; sono la forza trainante del mercato del futuro».

# Il riflesso di Uli Sigg sulla collezione dell'M+



INTERVISTA

**Dr Pi Li**

Senior Curator al M+ di Hong Kong

**Maria Adelaide Marchesoni**

■ Dr Pi Li è dal 2012 Senior Curator di M+ il museo che fa parte del West Kowloon Cultural District Authori-

ty (WKCD) la cui apertura è attesa per il 2019. Trait d'union tra il mondo dell'arte occidentale e cinese, ha curato la mostra «M+ Sigg Collection, four decades of Chinese Contemporary Art», le cui opere fanno parte della ricca collezione di arte cinese donata al museo M+ da Uli Sigg. La mostra espone 80 opere di 50 artisti cinesi in ordine cronologico.

**Quale è il periodo più importante?**

Crede che il periodo più importante sia il primo capitolo, che inizia con gli ultimi anni della Rivoluzione culturale fino alla mostra «China / Avant-Garde» del 1989. In questo periodo si introducono pratiche artistiche e sperimentazioni all'interno dei collettivi, come il No Name Group (1974-1979), Stars

Group (1979-1982), Pond Society, Northern Art Collective e Xiamen Dada. L'establishment non aveva accettato queste opere. Dal 1974, per 15 anni, questi artisti producevano in periferia dimostrando forza e un atteggiamento critico nei confronti della cultura dominante e della politica.

**Com'è nata la collezione del signor Sigg?**

Dr. Sigg considera la collezione un modo per capire la Cina. All'inizio degli anni '90, l'arte contemporanea cinese è stata collezionata prevalentemente in Cina per ragioni ideologiche, estetiche e politiche. Questo ha portato il Dr. Sigg a preservare questo particolare momento storico per i cinesi sviluppando una sua collezione, con fo-

cus sul contesto culturale cinese.

**Dove sono state comprate le opere?**

Dagli artisti, dalle gallerie, in asta e anche sul mercato secondario.

**Quali sono i motivi che l'hanno portata a Hong Kong dopo anni di curatela in Cina?**

M+ ha una collezione importante e continuerà ad acquisire arte cinese. Questa è una grande opportunità per un curatore d'arte cinese.

**Nel 2005 ha fondato a Pechino la Boers-Li Gallery insieme a Waling Boers, quest'attività come si sposa con il lavoro curatoriale?**

Negli ultimi 20 anni, ho lavorato come curatore indipendente e critico, mi sono occupato sia di uno spazio pubblico sia di una galleria commerciale. Credo che cia-

scuno di questi ruoli mi aiuterà in questo nuovo contesto istituzionale, in particolare nei settori della ricerca, della conservazione e dell'acquisizione.

**Il futuro di Hong Kong nell'universo dell'arte contemporanea?**

In futuro, Hong Kong avrà un'infrastruttura culturale leader con musei in grado di sostenere una pratica curatoriale libera, una ricerca aperta e una rigorosa conservazione dell'arte. Queste dinamiche hanno già favorito l'esposizione indipendente dell'arte contemporanea cinese al grande pubblico. Allo stesso tempo Hong Kong offrirà il supporto necessario alla Mainland Cina per lo sviluppo della cultura museale.

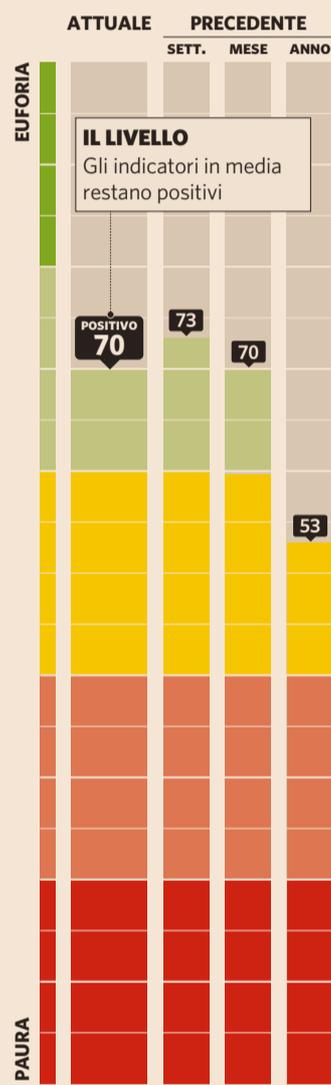
© RIPRODUZIONE RISERVATA

# STRUMENTI PER INVESTIRE

## SENTIMENT

### Stabile l'umore degli investitori

■ Gli indicatori che misurano il sentiment degli investitori Usa restano su livelli molto positivi. Bene in generale i sotto-indici eccetto ancora una volta i junk bond.



#### I SETTE INDICATORI

Il Fear & Greed Index di Cnn Money su cui si basa il grafico sintetizza sette indici Usa e riflette il sentiment sulle azioni: i livelli di euforia devono spingere alla prudenza e viceversa.

- 1) SLANCIO DELLE AZIONI**  
Rapporto tra S&P500 e la sua media mobile a 125 giorni
- 2) FORZA DEI PREZZI AZIONARI**  
Numero di azioni al Nyse ai massimi e ai minimi delle ultime 52 settimane
- 3) RESPIRO DELLE AZIONI**  
Rapporto tra i volumi delle azioni in rialzo e in ribasso
- 4) OPZIONI PUT E CALL**  
Rapporto tra i volumi delle opzioni call (al rialzo) e delle put (al ribasso)
- 5) DOMANDA DI BOND SPAZZATURA**  
Lo scarto di rendimento tra obbligazioni investment grade e spazzatura
- 6) VOLATILITÀ DEL MERCATO**  
Indice Vix sulle opzioni dello S&P500
- 7) DOMANDA INVESTIMENTI RIFUGIO**  
Rapporto tra i ritorni delle azioni e delle obbligazioni

## LA SETTIMANA

# L'avversione al rischio è protagonista

L'incertezza penalizza il Vecchio continente I timori sui conti pesano sui titoli bancari italiani

Marzia Redaelli

■ Una fase di dollaro debole: così viene giustificato dagli operatori il calo della valuta Usa contro le principali divise. Giovedì 7 aprile, giorno di chiusura di Plus24, il cambio contro euro ha toccato i massimi da oltre cinque mesi, più di 1,14 e quello contro lo yen ha sfondato quota 108.

Trovare spiegazioni più specifiche non è semplice, perché le ultime notizie dalle Banche centrali non hanno portato novità sulle politiche monetarie. Forse la sintonia dei governatori della Federal Reserve sul rinvio del rialzo dei tassi rivelata dai verbali della riunione di marzo è stata più sorprendente dei riferimenti degli esponenti della Banca Centrale Europea a possibili potenziamenti delle manovre espansive o del momento di riflessione della Banca Centrale giapponese, che comunque continua a inondare di liquidità il mercato. Però la flessione del dollaro fa meglio il paio con un momento di generale avversione al

rischio e di presa di beneficio dai recenti rimbalzi.

Nel Vecchio Continente, il pessimismo sui conti bancari affossa il settore e Piazza Affari. Gli acquisti hanno spinto i titoli tedeschi a danno di quelli degli altri Paesi dell'Unione (il premio differenziale pagato dal Btp rispetto al Bund si è allargato a 1,3%). Anche negli Stati Uniti le emissioni governative hanno guadagnato consensi, soprattutto quelle con scadenza breve e fino all'anno non minacciate dall'inasprimento dei tassi, e i rendimenti si sono avvicinati a quelli di metà febbraio, quando il pessimismo degli investitori che aveva invaso i listini da inizio anno ha raggiunto l'apice.

Gli esportatori nipponici non hanno certo beneficiato del super-Yen, e così l'indice Nikkei della Borsa di Tokyo è tornato a soffrire (è tra i peggiori mercati del 2016 con un saldo negativo del 17%). E le vendite hanno interessato pure i mercati emergenti, dopo l'esuberanza degli ultimi tempi. L'incertezza non ha risparmiato Wall Street, che però rimane a portata del record storico (sotto di appena tre punti percentuali). Sul venerdì precedente le 600 azioni europee dello Stoxx hanno perso l'1,5% (Milano -5%), il Nikkei il 2,6%, l'S&P500 di New York l'1,6%.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## ZONA BUND

di Francesco Pagliani

### L'euro forte muove i mercati

■ La novità delle ultime settimane non è il Bund, che si muove vicino al rendimento zero: l'elemento nuovo è la forza dell'euro contro dollaro. Si sta formando una correlazione fra i due asset che spiega lo schiacciamento del rendimento del Bund. L'ipotesi è che alcuni grossi player americani stiano aprendo posizioni al rialzo sull'euro acquistando titoli tedeschi. Occorre fare attenzione alla fascia 1,14-1,15 euro/dollaro, che rappresenta la fascia superiore del range creatosi negli ultimi mesi. Una permanenza del dollaro sui massimi di periodo è del tutto inaspettata. Il rialzo dei tassi da parte della Fed e le migliori prospettive del ciclo economico americano hanno reso fin troppo facile ipotizzare un rafforzamento della valuta Usa verso quota 1,04-

1,08. Il mercato potrebbe essere sbilanciato su quest'ultima strategia. Se invece l'euro contro dollaro si muove nella direzione opposta nasce l'esigenza di chiudere le posizioni. In questo caso si creano i presupposti per una rottura del trading range e un movimento del dollaro verso quota 1,18-1,20. In quest'ottica non importa se il rendimento del Bund è negativo, si acquista il bond in euro nell'eventualità di un rally sul cambio. Lo stesso fenomeno si è rilevato sullo yen in concomitanza dell'aumento delle condizioni espansive della Banca del Giappone. La svalutazione del dollaro potrebbe essere la risposta della Fed a BoJ e Bce per proteggere la propria economia.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## AGENDA

Settimana dal 10 al 15 aprile

### MERCATI ED EVENTI

ORA	PAESE	DATO	PERIODO	PRECEDENTE
<b>DOMENICA 10</b>				
08:30	EUR	Discorso di Mersch (BCE)		
<b>LUNEDÌ 11</b>				
01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m	Feb	15.0%
08:15	GIA	Discorso di Kuroda (BoJ)		
10:00	ITA	●●Produzione industriale m/m	Feb	1.9%
11:00	ITA	Banca d'Italia; pubbl. del Suppl. al Boll. Statistico: «Moneta e banche» di febr.		
19:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)		
<b>MARTEDÌ 12</b>				
	ITA	Voto finale della Camera sulle riforme istituzionali		
03:30	GIA	Discorso di Harada (BoJ)		
08:00	GER	●IPCA m/m finale	Mar	0.8%
08:00	GER	●CPI (Lander) m/m finale	Mar	0.8%
10:30	GB	●CPI a/a	Mar	0.3%
15:00	USA	Discorso di Harker (Fed) sull'economia		
21:00	USA	Discorso di Williams (Fed)		
22:00	USA	Discorso di Lacker (Fed) sulla leadership economica		
<b>MERCOLEDÌ 13</b>				
	EUR	Discorso di Nowotny (BCE)		
08:45	FRA	●IPCA m/m	Mar	0.3%
08:45	FRA	●CPI m/m Ex Tob	Mar	0.3%
10:00	OLA	Discorso di Knot (BCE) sulla politica monetaria		
11:00	EUR	●●Produzione industriale m/m	Feb	2.1%
14:30	USA	●●Vendite al dettaglio m/m	Mar	-0.1%
14:30	USA	●●Vendite al dettaglio ex-auto m/m	Mar	-0.1%
14:30	USA	●PPI (escl. alimentari, energia) m/m	Mar	0.0%
16:00	CAD	Bank of Canada annuncio tassi		
20:00	USA	●Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey		
<b>GIOVEDÌ 14</b>				
10:00	ITA	●IPCA m/m finale	Mar	2.0%
10:00	ITA	●Prezzi al consumo m/m finale	Mar	0.2%
11:00	EUR	●CPI m/m	Mar	0.2%
11:00	EUR	●CPI a/a finale	Mar	-0.1%
13:00	GB	●BoE annuncio tassi (prev. ISP: bank rate invariato a 0.50%) e pubbl. dei verbali		
14:30	USA	Richieste di sussidio	Settim	x1.000
14:30	USA	●CPI m/m	Mar	-0.2%
14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a	Mar	2.3%
14:30	USA	CPI a/a	Mar	1.0%
14:30	USA	●●CPI (escluso alim., energia) m/m	Mar	0.3%
16:00	USA	Discorso di Lockhart (Fed)		
16:00	USA	Audizione di Powell (Fed) al Senato sul mercato del reddito fisso		
<b>VENERDÌ 15</b>				
Riunione annuale della World Bank e del FMI (15-17 aprile)				
06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale	Feb	-6.2
10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)	Feb	0.035
10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)	Feb	0.521
14:30	USA	●Indice Empire Manufacturing	Apr	0.62
15:00	ITA	●Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trim.		
15:15	USA	Impiego capacità produttiva	Mar	75.4
15:15	USA	Produzione industriale m/m	Mar	-0.5
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim	Apr	91.0
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	Feb	-12.0
18:30	USA	Discorso di Evans (Fed) su economia e politica monetaria		

LEGGENDA: ● importante; ●● molto importante; ds, stagionalizzata; ret, rettificata per i giorni lavorativi; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione; nds, serie grezza; 3m, media mobile di 3 termini; CPI = prezzi al consumo; HICP = prezzi al consumo armonizzati; WPI = prezzi ingrossi; PPI = prezzi alla produzione; C/A = partite correnti; PIL = prodotto interno lordo; PCE = consumi delle famiglie; Cepr EuroCOIN = vedi www.cepr.org  
 FONTE: a cura di Intesa Sanpaolo-Servizio Studi e ricerche

## LE ASTE DEI TITOLI DI STATO

Aste dei tesori dell'area dell'euro (mld di €) e degli Stati Uniti (mld di \$)

PAESE	TITOLO	AMMONTARE IN EMISSIONE	REGOLAMENTO	DATA	AMMONTARE IN SCADENZA
<b>LUNEDÌ 11</b>					
FRA	BTF 12 sett. e 6, 12 mesi			13/04/16	7,02
GER	Bubill 6 mesi	3		13/04/16	2
USA	T-Bill 13, 26 sett.			14/04/16	Tot. bills 108
<b>MARTEDÌ 12</b>					
ITA	BoT 12 mesi	6,5*		14/04/16	6,5
GER	Infl. Link 0,10% 04/26	0,5		14/04/16	15
USA	T-bill 4 sett.			14/04/16	
	T-notes 3 anni			15/04/16	Tot. bonds 32
<b>MERCOLEDÌ 13</b>					
ITA	Btp3, 7, 10 anni	8*		15/04/16	16,24
USA	T-notes 10 anni (riap)			18/04/16	
<b>GIOVEDÌ 14</b>					
USA	T-bonds 10 anni (riap)			15/04/16	

NOTA: \* previsione

FONTE: Intesa San Paolo - Direzione studi e ricerche

# È ARRIVATA LA RIVOLUZIONE per IL TRADER ATTIVO

Finora lo strumento preferito dal trader è stato **il Book Verticale**

da oggi c'è il **Book Grafico**

**L'innovazione è la nostra tradizione**



Un modo molto più diretto di leggere il book del mercato



Con il **Book Grafico** non hai più problemi a tenere i dati dentro il video



Puoi affiancare 2 titoli con tick diversi per raffrontarne l'andamento

€/ \$ su LMAX EXCHANGE      €/ \$ su CME

Puoi restringere le righe del Book e continuare a operare con efficacia



Riesci a vedere e controllare l'impatto dei tuoi ordini su book più sottili



Così diventerà il livello del book se mandi l'ordine a mercato

Questi sono i livelli di acquisto che il tuo (grosso) ordine di vendita colpirà nel book



Vedi in tempo reale le divergenze tra i diversi indici di mercato

**Il Book Grafico di directa è arrivato!**  
**ORA PUOI AVERE LO STRUMENTO PIÙ EFFICACE PER LO SCALPING A UN CLICK**

patent pending

[www.directa.it](http://www.directa.it) ☎ 011 530101



**directa**  
trading online dal 1996

STRUMENTI PER INVESTIRE

IL GESTORE DELLA SETTIMANA

**SERGE PIZEM**  
**AXA I.M.**

Responsabile multi asset inv.



Serge Pizem, Global head of multi-asset investments, è entrato in Axa IM nel 2002 come responsabile azionario Europa. Prima di approdare nella società francese, tra il 2000 e il 2002, Pizem ha ricoperto il ruolo di amministratore

delegato di Tal A.M.t (Europe) SA a Ginevra. In precedenza aveva lavorato presso Crédit Lyonnais come analista e poi risk manager e responsabile dello sviluppo dei portafogli nella sede canadese, per poi trasferirsi a Parigi, assumendo il ruolo di Marketing

Manager per Medio Oriente e Regno Unito e diventando, nel 1996, Portfolio Manager per l'azionario internazionale. Pizem è responsabile della gestione dei fondi AXA WF Global Optimal Income e Axa WF Optimal Income.

# «Sandvik può crescere con la ristrutturazione»

Preferiti i mercati europei, selezionati i consumi discrezionali e la tecnologia

Isabella Della Valle

**Quali sono oggi le alternative a disposizione di un investitore che voglia investire su tutte le asset class?**

La volatilità nei mercati finanziari sta aumentando e a risentirne sono, in particolare, gli investimenti in una singola asset class. Una strategia di investimento diversificata può aiutare gli investitori a mitigare tale volatilità (grazie all'inclusione di attivi che presentano una correlazione negativa) e fondi come l'Axa WF Global Optimal Income offrono diversificazione a livello di asset class, paesi e settori. È possibile attenuare la volatilità anche con un approccio flessibile: variando l'esposizione ai mercati azionari in funzione dei cambiamenti delle condizioni di mercato. Uno degli obiettivi delle strategie multiasset è approfittare dei rialzi azionari, mitigando i rischi di *downside*.

**In che modo tenete sotto controllo la volatilità dei mercati?**

La volatilità è inevitabile: per poter ottenere rendimenti nel lungo termine, gli investitori dovranno essere parzialmente esposti alle oscillazioni dei mercati e quindi tollerare la volatilità nel breve termine. Tuttavia, si tratta di un fenomeno che può essere monitorato. Utilizziamo un approccio flessibile: oltre alla diversificazione di portafoglio utilizziamo dei derivati (futures o opzioni) che ci permettono di coprire rapidamente l'esposizione azionaria del fondo, aiutandoci a mitigare la volatilità.

**E come gestite il grado di rischio?**

Noi non vediamo la volatilità solo come un rischio, ma anche come un'opportunità di investimento: possiamo considerarla come una asset class separata. Per esempio, possiamo usare una strategia di sostituzione delle azioni tramite derivati (acquistando opzioni call a lunga scadenza e vendendo futures su azioni) per consentire al portafoglio di beneficiare di un aumento della volatilità dei mercati.

**Considerando l'attuale scenario macroeconomico, quali sono oggi i Paesi più attraenti in cui investire?**

Crediamo che la crescita dell'economia mondiale rimarrà contenuta: la trasformazione in corso della

Cina in un'economia basata sui consumi ne ha rallentato la crescita, con ripercussioni sul resto del mondo. Siamo tuttavia convinti che gli attuali timori circa la crescita cinese siano esagerati e che vi sarà un'espansione a livello globale tale da consentire un modesto incremento degli utili. Inoltre, vi è incertezza circa la velocità con cui la Fed attuerà le manovre d'inasprimento monetario e sulle implicazioni di queste per la crescita economica degli Stati Uniti. A nostro avviso, la crescente divergenza tra le politiche delle banche centrali nel mondo (la Banca d'Inghilterra seguirà probabilmente le orme della Fed, mentre la Bce, la Banca del Giappone e la Banca Popolare Cinese sono ancora intente a combattere la deflazione) comporterà, quest'anno, un'ulteriore aumento della volatilità nei mercati finanziari.

Detto questo, al momento manteniamo una preferenza per i mercati europei, in termini di azioni e obbligazioni, sia societarie sia governative.

**Com'è composta la parte obbligazionaria dei portafogli?**

Attualmente siamo lunghi sul credito europeo, sui governativi periferici (la Bce ha esteso il suo Qe) e sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione americana, in quanto esiste una crescente pressione sui salari nel mercato del lavoro statunitense che dovrebbe tradursi in una pressione al rialzo sui prezzi.

**E sui settori come siete posizionati?**

In termini settoriali oggi siamo fortemente posizionati su consumi discrezionali e tecnologia. Sin dal lancio della strategia, la nostra selezione titoli privilegia le società legate ai consumi al dettaglio e in questo ambito, tra le maggiori posizioni azionarie in portafoglio abbiamo Pandora, retailer danese specializzato in gioielleria che opera a livello internazionale. La società continua a espandere la rete di negozi e ha registrato un significativo aumento dei ricavi nel 2015. Sul lato della tecnologia, invece, investiamo in particolare in ASML, un produttore globale di apparecchiature fotolitografiche per l'industria dei semiconduttori che utilizza un particolare metodo di stampa proprietario. La società vanta una leadership tecnologica indiscussa con una quota di mercato dell'85%, che dovrebbe crescere ulteriormente grazie alla nuova tecnologia basata sull'ultravioletto estremo (Extreme Ultra Violet - EUV).

**Quali sono i temi d'investimento per i prossimi mesi? E quali le aziende più interessanti e perché?**

Oltre alle scelte già indicate a livello settoriale sono soprattutto due i temi su cui puntiamo al momento. Nell'attuale contesto di crescita economica lenta, focalizziamo la nostra selezione titoli su società in grado di aumentare i propri ricavi mediante iniziative di self-help (auto-aiuto). Tra queste abbiamo individuato Sandvik, una società svedese specializzata in utensili e sistemi di utensileria per il taglio dei metalli e l'industria estrattiva. Siamo convinti che la società trarrà vantaggio dall'arrivo di un valido team manageriale e che si impegnerà in significativi sforzi di ristrutturazione. Riteniamo che questi dovrebbero poi tradursi in una maggiore crescita dei ricavi. Il secondo tema su cui ci stiamo focalizzando riguarda l'Intelligenza Artificiale (IA) e Internet. In particolare, mediante l'esposizione alle micro cap giapponesi e americane monitoriamo con attenzione le aziende legate al settore dell'intelligenza artificiale. Questi mercati sono composti da piccole società che traggono beneficio da una ricerca molto avanzata e dalla forte propensione alla robotica. Nel mondo dell'economia digitale, uno degli investimenti per noi più remunerativi è rappresentato da Tencent Holdings, un'azienda internet cinese che è diventata la più grande società asiatica del settore in termini di capitalizzazione di mercato e uno dei principali provider di social network, media, portali web e giochi online multiplayer in Cina.

**Sandvik**

**Andamento e volumi**



Il titolo Sandvik sta attraversando una prolungata fase di consolidamento da un punto di vista tecnico, con una tendenza ribassista di fondo. Il titolo ha toccato un minimo di 60 corone a inizio anno e poi è stato interessato da un rimbalzo, tutt'ora in corso, che ha portato le quotazioni a ridosso di una importante resistenza in area 90 corone. Solo oltre quota 90 ci sarebbero spazi

per nuovi allunghi, ma è probabile che prima di superare questo ostacolo ci possa essere una pausa. Nel medio e lungo termine un vero segnale di svolta rialzista si avrà solo oltre le 105 corone: è infatti dal 2011 che l'azione non si porta stabilmente sopra questo livello. Il segnale sarebbe importantissimo, potrebbe servire ancora del tempo prima che scatti. (A cura di Andrea Gennai)

**I comparabile**

SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE AL 6/04/16 (MLN SEK)	EPS 2016	P/E 2016	P/E 2017	P/SALES 2016	CONSENSUS DI MERCATO
Sandvik	104.616	4,7	18	16,5	1,3	Hold
Andritz (*)	4.881	3,2	14,6	13,7	0,8	Overweight
Kennametal (**)	1.751	0,9	24,4	20,0	0,5	Hold
Metso (*)	3.013	1,3	15,6	15,3	1,1	Underweight

(\*) Dati in euro; (\*\*) Dati in \$, chiusura esercizi 30/6/2016 e 2017; (Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile; (P/Sales) = rapporto prezzo su ricavi. FONTE: elaborazione Analisi Mercati Finanziari su dati Factset

Il colosso svedese Sandvik è specializzato in utensili e sistemi di utensileria per il taglio dei metalli e l'industria estrattiva. I prodotti e servizi dell'azienda di Stoccolma trovano impiego in molteplici segmenti di mercato. Il gruppo ha fra l'altro fornito i materiali per la realizzazione di un convertitore di energia dalle onde marine installato davanti a Marina di Pisa. Inoltre recentemente ha costituito la nuova divisione "Mining and Rock Technology" specializzata

nelle applicazioni minerarie. Non esistono società quotate perfettamente comparabili a Sandvik, che comunque presenta multipli di mercato P/E stimati per il 2016 e il 2017 con valori intermedi rispetto alle principali aziende quotate del settore della meccanica industriale, mentre il multiplo P/Sales è il più elevato del campione considerato. Il consensus di mercato esprime giudizi diversificati, con un'opinione maggiormente positiva per l'austriaca Andritz

**Il confronto**



**FLASH**

**Una realtà che gestisce 669 miliardi di euro**

Axa Investment Managers, società di gestione del Gruppo Axa, leader globale nel campo della protezione finanziaria, è uno dei principali asset manager europei, con un patrimonio gestito di circa 669 miliardi di euro, ha oltre 2.300 collaboratori in tutto il mondo e opera da 21 paesi. Axa IM si rivolge a clientela istituzionale, clienti professionali e retail tramite accordi con banche, reti di promotori finanziari e web distributor. Proprio a supporto del canale della distribuzione, nel 2014 ha lanciato in Italia un blog (blog.axa-im.it) dove confluiscono analisi di mercato, asset allocation e view del team di ricerca e strategia e dei gestori di Axa IM. In Italia, Axa IM è guidata dall'ad Pietro Martorella.

## STRUMENTI PER INVESTIRE

## AZIONI A CONFRONTO

## CUCINELLI e Hermès, nuove boutique per crescere

Il 2016 sarà «sfidante» per il colosso francese, trend sostenibile per il gruppo italiano

Pagina a cura di  
**Analisi Mercati Finanziari**

Non ha ancora preso il via l'annuncio "bonus cultura" preannunciato dal Governo per i neo-diciottenni, ma c'è chi lo ha già anticipato per i propri dipendenti di qualsiasi età: è il caso dell'azienda diretta dall'imprenditore umbro Brunello Cucinelli che rimborserà spese per libri, cinema, teatro ed attività culturali per un ammontare di 500 euro ai "single" e di 1.000 euro per chi ha famiglia. Un'iniziativa che si colloca nel filone culturale del gruppo Cucinelli, da sempre tra l'altro impegnato a non delocalizzare la produzione. Seguendo in questo l'esempio anche di altri noti gruppi del lusso come il colosso francese Hermès. Questa politica "nazionale" non penalizza affatto i risultati aziendali, come si può agevolmente notare dai risultati 2015 del gruppo umbro e di quello transalpino. Cucinelli nello scorso esercizio ha conseguito ricavi netti pari a 414,2 milioni, in crescita del 16,4% rispetto al 2014 (+9,5% a cambi costanti); l'ebit è salito del 3,3% a circa 51 milioni, nonostante un balzo degli ammortamenti da 13,7 a 18,1 milioni determinato da ben 40,8 milioni di investimenti realizzati nel 2015 fra cui quelli relativi alla conclusione dei lavori per il raddoppio dello stabilimento industriale di Solomeo. L'utile netto è rimasto quasi invariato (+0,8% a 33,3 milioni) in relazione a una maggiore incidenza degli oneri finanziari netti determinata dalla crescita dell'indebitamento finanziario medio a seguito del completamento del Piano di Investimenti 2013-2015 da complessivi 120,4 milioni. Hermès, da parte sua, nel 2015 ha brillato conseguendo ricavi pari a 4.841 milioni (+18%, +8,1% a cambi costanti); l'ebit è salito del 18,6% a 1.541 milioni e l'utile netto del 13,3% a 973 milioni. Anche per Hermès gli oneri finanziari netti sono saliti da 25 a 46 milioni, rimanendo comunque su livelli molto contenuti; inoltre è aumentato il tax rate (dal 33,3% al 35,9%). Il gruppo francese nel 2015 è però riuscito a ridurre dal 26,3% al 24,9% l'incidenza delle spese amministrative sul fatturato, e quella dei costi di vendita e marketing è passata dal 5% al 4,4%. Prospettive? Per il gruppo Cucinelli dovrebbe proseguire il trend di crescita di ricavi e margini a livelli sostenibili (ma, per il giro d'affari, comunque "a due cifre"), e nel 2016 dovrebbe iniziare in maniera graduale il percorso di generazione di cassa. Hermès ha invece annunciato ricavi a cambi costanti in crescita di una percentuale inferiore all'8% a causa del difficile contesto economico e geopolitico mondiale. Per entrambi i gruppi la strategia comprende soprattutto nuove aperture di selezionati ed esclusivi punti vendita e, per Cucinelli, anche un maggiore focus su Internet.

**DATI DI MERCATO**

Dati in mln al 31/12/15

FONTE: elaborazione Amf su dati società

Ricavi	414,2
Ebit	51,0
Risultato netto	33,3
Net debt/Equity (n. volte)	0,29
Prezzo al 5/4/2015 (in €)	16,2
Target price (in €)	17,0
Consensus di mercato	Underweight
Flottante	37,49%

**Azionista principale:** Fedone Srl (Trust Brunello Cucinelli) con il 57%

Ricavi in decisa crescita nel 2015, mentre sui margini reddituali hanno inciso più ammortamenti e oneri finanziari dovuti al Piano d'Investimenti 2013-2015. Il rapporto Debt/Equity rimane contenuto.

**CONSENSUS ANALISTI**

Dati in %



Il giudizio sul titolo Brunello Cucinelli è Underweight, dagli analisti 2 indicazioni positive, 5 neutrali e 5 negative. Il potenziale di rivalutazione è pari a circa il 5%.

**ANALISI TECNICA**

— PREZZO (sx)  
 ..... MM 50 GG (sx)  
 — MM 200 GG (sx)  
 ■ VOLUMI (dx)  
 In migliaia

**ANDAMENTO PERIODICO**

Dati in %



Modeste le variazioni del titolo Cucinelli, con una flessione intorno al 5% a 12 mesi, di cui l'1,5% nell'ultima settimana. Lievemente positivo l'andamento a 3 mesi

**PUNTI DI FORZA**

- 1 Nel 2015 il gruppo è riuscito a crescere in tutte le aree geografiche, specie in Nord America con un balzo dei ricavi del 27,4% a 156,6 milioni. L'Italia ha visto un segno positivo (+3,6%).
- 2 I primi dati di sell-out della collezione Primavera/Estate 2016 hanno mostrato risultati interessanti, soprattutto in due mercati "difficili" come l'Italia e la Greater China.
- 3 Il contributo delle nuove aperture del canale retail è stato significativo alla crescita dei ricavi pari al 30,1%, mentre è stata del 5,4% a parità di perimetro.

**PUNTI DI DEBOLEZZA**

- 1 La presenza nel canale web è ancora abbastanza limitata nonostante il "Grande Progetto Digitale" posto in essere dal 2014 e che sarà completato nel 2018.
- 2 Nel 2015 il canale di vendita "Wholesale Multimarca" ha evidenziato un trend di crescita inferiore agli altri canali per la conversione a gestione diretta di 13 boutique in Giappone.
- 3 Le dimensioni relativamente contenute del gruppo rispetto ai grandi colossi internazionali del lusso ne riducono la potenziale attrattività per investitori e analisti.

## HERMÈS INTERNATIONAL

http://finance.hermes.com/en

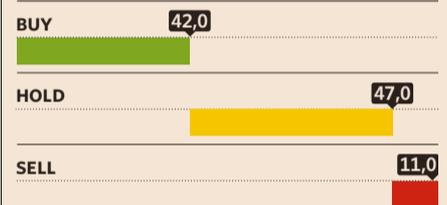
Presidenti esecutivi  
**AXEL DUMAS**  
**E HENRI-LOUIS BAUER**



Ricavi	4.841
Ebit	1.541
Risultato netto	973
Net debt/Equity (n. volte)	Cassa
Prezzo al 5/4/2015 (in €)	301,3
Target price (in €)	327,0
Consensus di mercato	Overweight
Flottante	17,77%

**Azionista principale:** Famiglia Hermès (65,04%), famiglia Arnault (10,32%)

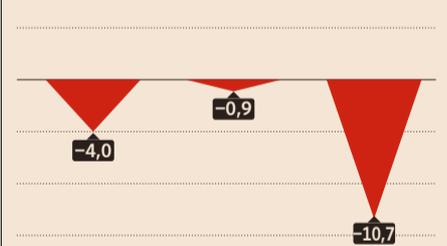
Balzo "a doppia cifra" di ricavi e margini per il colosso transalpino del lusso nel 2015, anche grazie al contenimento dei costi operativi. Il gruppo dispone di liquidità netta.



Su Hermès il giudizio sale a Overweight, con 8 indicazioni positive, 9 neutrali e 2 negative. Il potenziale di rivalutazione sui prezzi attuali è intorno all'8,5%.



1 SETTIMANA 3 MESI 1 ANNO



Anche per Hermès il trend annuale è stato negativo, in questo caso per quasi l'11% di cui il 4% nell'ultima settimana. Quotazioni a 3 mesi stabili.

- 1 Il settore "core" della pelletteria continua a essere trainante e nell'esercizio 2015 ha generato circa il 47% dei ricavi, con un incremento del 12,6% a cambi costanti.
- 2 Recentemente inaugurato il 15° impianto produttivo in Francia, ad Héricourt (Franche-Comté), dedicato esclusivamente alla produzione dell'iconica borsa "Kelly".
- 3 Il gruppo evidenzia margini reddituali fra i più alti del mondo anche in un settore a margini strutturalmente elevati come il lusso (nel 2015, ebit margin record del 31,8%).

- 1 Il flottante del gruppo rimane limitato, ed attualmente è inferiore al 20% (anche per la presenza di rilevanti quote facenti capo alla famiglia Arnault).
- 2 Forte presenza in Cina (il 35% dei ricavi è nell'area Asia-Pacifico, escluso il Giappone), mercato che nel 2016 si presenta sfidante per il rallentamento dell'economia.
- 3 Nel 2015 i ricavi da prodotti tessili e in seta (fra cui gli esclusivi foulard del gruppo) del gruppo Hermès sono scesi dello 0,5% a cambi costanti.

ANALISI TECNICA

# Sul Ftse Mib decisivi sviluppi sopra 17.700

La ripresa di quell'area è fondamentale per ipotizzare recuperi

**Andrea Gennai**

■ Situazione tecnica fragile per l'indice Ftse Mib. L'inizio d'anno è stato all'insegna di vendite pesanti e dopo oltre tre mesi il quadro resta debole. Intanto un primo livello spartiacque fondamentale è rappresentato da 17.700 punti.

Il livello è molto preciso: sotto questa soglia il trend resta decisamente ribassista e non è escluso il retest dei minimi di metà febbraio. Alcune sedute sopra 17.700 invece allontanerebbero questa ipotesi creando i presupposti per il prosieguo di un rim-

balzo. Il target successivo è rappresentato dall'area intorno a 18.500 punti.

Non è escluso che quest'ultima ipotesi possa verificarsi anche a breve. C'è da dire che si tratterebbe esclusivamente di rimbalzi, anche significativi, all'interno di una tendenza ancora ribassista.

Allungando ancora di più lo sguardo c'è da dire che eventuali allunghi fino a 20mila punti non muterebbero minimamente lo scenario di medio termine. Stiamo parlando di un target importante rispetto ai livelli attuali.

Solo oltre 20mila punti si potrebbe cominciare a ipotizzare un'inversione al rialzo e l'abbandono dell'attuale struttura tecnica negativa. Dipenderà come l'indice si presenterà a questo appuntamento che oggi appare decisamente lontano.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**A confronto**

● **La forza rispetto al Dax**

Precipita ai minimi la forza relativa dell'indice Ftse Mib rispetto al Dax. Il disastroso avvio d'anno ha spinto l'indice italiano nettamente più in basso di quello tedesco. In pochi mesi il quadro è mutato radicalmente. Durante l'estate, infatti, e fino allo scorso ottobre

l'indice Ftse Mib si era comportato decisamente meglio rispetto al Dax, affrontando la crisi borsistica di agosto con maggiore reattività. Da quasi sei mesi è invece in corso una netta sottoperformance. Possibile che il rapporto di forza consolidi, vista la profonda debolezza.

**Sotto i riflettori**

L'indice Ftse Mib nell'ultimo anno - dati al 7 aprile con i grafici a barre e media a 20 periodi

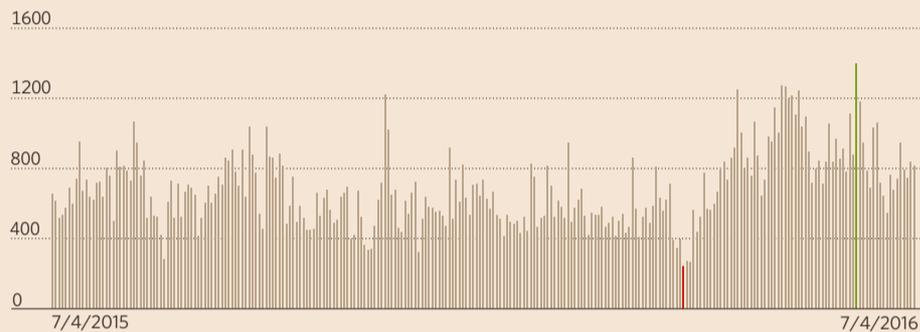
**ANDAMENTO DEI CORSI**  
Dati in punti

I corsi tornano a perdere terreno e il movimento rischia di spedire l'indice verso i minimi registrati a metà febbraio



**DINAMICA DEI VOLUMI**  
Dati in milioni

Scambi elevati negli ultimi mesi in concomitanza con la pressione al ribasso



**OSCILLATORE AI RAGGI X**  
Dati in punti

L'oscillatore si porta di nuovo in un'area di ipervenduto



## Mettere al primo posto i tuoi progetti ci ha fatto meritare il primo posto.

L'attenzione che dedichiamo ai progetti di vita delle famiglie italiane ci ha fatto meritare la fiducia di un milione di risparmiatori e ci motiva ogni giorno a fare sempre meglio. Questo impegno si riflette nella qualità delle nostre soluzioni di investimento, che hanno ricevuto numerosi e prestigiosi riconoscimenti. Dai più valore ai tuoi risparmi con ANIMA.



**Istituto Tedesco di Qualità e Finanza**  
Miglior gestore di fondi Italia Big nel 2015



**PREMIO ALTO RENDIMENTO 2015**

**Fondi italiani BIG**  
Miglior gestore 1° classificato



**MF - Annuario dell'investitore**  
Migliore media rating nella propria categoria\*

www.animasgr.it



Numero Verde 800-388876

**ANIMA**  
CHI RISPARMIA AMA



\*Società italiane con almeno 30 fondi con rating MF.

Per maggiori informazioni consultare l'Annuario dell'investitore 2016 e i siti www.istituto-qualita.com e www.ilsole24ore.com/altorendimento.

Prima dell'adesione leggere il KIID, che il proponente l'investimento deve consegnare prima della sottoscrizione nonché il Prospetto pubblicato e disponibile presso la sede della società, i soggetti incaricati della distribuzione e sul sito internet www.animasgr.it. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il collocamento del prodotto è sottoposto alla valutazione di appropriatezza o adeguatezza prevista dalla normativa vigente. Il valore dell'investimento e il rendimento che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe ricevere un importo inferiore rispetto a quello originariamente investito. Messaggio pubblicitario.

**20 miliardi nel Private Banking.**  
 Se i numeri non parlano abbastanza,  
 parlate con chi è già nostro cliente.

20 miliardi

**BCG**

THE BOSTON CONSULTING GROUP

Fineco è la banca più consigliata al mondo grazie al passaparola secondo una ricerca 2015 di The Boston Consulting Group. Con 20 miliardi di patrimoni nel private banking e i più alti indici di soddisfazione dei clienti, affidarsi a Fineco è semplice.

**LA BANCA CHE SEMPLIFICA LA BANCA.**

[Banca del Gruppo UniCredit]

800.101.101 | [fineco.it](http://fineco.it)

**FINECO**  
 THE NEW BANK

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Tutti i servizi offerti presuppongono l'apertura di un conto corrente Fineco.  
 Banca più consigliata - fonte dati: ricerca 2015 The Boston Consulting Group. Indice di soddisfazione - fonte dati indagine: TNS Infratest 2015.

# INDICI & NUMERI

## LE CIFRE IN BALLO

### Le porte girevoli dell'anatocismo bancario

di Gianfranco Ursino

Entra. Esce. Entra. Esce. Entra. Esce. Entra. È un vero e proprio tormentone. Il tema dell'anatocismo bancario è senza dubbio quello che negli ultimi anni è entrato ed uscito dal nostro ordinamento più volte. Tra norme primarie e regolamenti attuativi, la discussa pratica con la quale le banche calcolano gli interessi sugli interessi già maturati in precedenza, è stata autorizzata e rimossa in più occasioni, anche repentinamente. Un susseguirsi di ritocchi normativi che non hanno fatto altro che alimentare la proliferazione di vertenze tra banche e clienti che intasano sempre di più le aule - già ingolfate - dei tribunali.

In settimana, con l'approvazione al Senato del decreto di riforma delle banche di credito cooperativo, è diventata legge anche la nuova regolamentazione dell'anatocismo, prevista dall'emendamento dell'onorevole Sergio Boccadutri passato nel corso di questa legislatura da Sel al gruppo parlamentare del Pd. In più occasioni pubbliche l'onorevole ha affermato che l'emendamento approvato va nella direzione di dare maggiori certezze di diritto, sul controverso tema che negli ultimi anni ha portato i tribunali a sfornare sentenze in modo differente su casi molto simili.

Le reazioni delle stesse associazioni dei consumatori sono state abbastanza contrastanti, tra chi plaude alla nuova regolamentazione e chi ha espresso tutto il suo disappunto per una norma che di fatto resuscita l'anatocismo bancario.

Senza entrare nel merito delle novità apportate dal nuovo testo di legge, anche perché se come è successo fino adesso saranno ribaltate nel giro di pochi mesi/anni, le dispute aperte sono destinate ad essere portate avanti dai consumatori che lamentano di aver pagato dal 2014 ad oggi interessi anatocistici illeggimi e continueranno così a reclamare la restituzione al più presto. Adesso non resta che attendere le prossime sentenze che saranno emesse dai giudici lungo la Penisola sul contenzioso pregresso alla luce delle nuove norme. Ci sarà ancora un balletto di sentenze, in attesa del nuovo ritocco che le compagini governative sicuramente apporteranno nell'avvicinarsi alla guida del Paese. Anche perché le posizioni sul tema sono trasversali, o forse è meglio dire confuse, non solo tra le associazioni dei consumatori ma anche tra i vari schieramenti politici. Basta scorrere le proposte legislative presentate sul tema dell'anatocismo bancario negli ultimi anni.

## LA SETTIMANA

INDICE	FTSE MIB	Dow Jones	MSCI World	Stoxx	S&P 500
DATI PERCENTUALE	Variazione % da inizio anno: -21,48	Variazione % da inizio anno: +0,77	Variazione % da inizio anno: -3,26	Variazione % da inizio anno: -10,31	Variazione % da inizio anno: +0,20
VALORE ASSOLUTO	16.818,25	17.559,84	402,35	328,10	2.048,13
DATI PERCENTUALE	Variazione % della settimana: -7,17	Variazione % della settimana: -0,71	Variazione % della settimana: -0,79	Variazione % della settimana: -2,80	Variazione % della settimana: -0,56

## INDICI

### BORSE MONDIALI

		PREZZO/UTILE (1)		DIVIDENDO/PREZZO (2)		REND AZIONI/OBBLIGAZ. (3)		VOLATILITÀ ANNUAL. (4)		RENDIM ANNUO ULT. 10 ANNI (5)
		ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ANNI(5)
<b>Usa</b>	Dow Jones Ind.	17,04	15,25	2,64	2,58	3,35	1,89	15,56	18,87	4,68
	S&P 500	20,10	17,00	2,17	2,11	2,84	1,98	16,08	20,56	4,67
<b>Regno Unito</b>	FTSE 100	26,38	12,97	4,05	3,61	2,75	2,51	18,85	19,80	0,19
	FTSE 350	24,23	13,46	3,81	3,48	2,99	2,41	17,93	19,42	0,91
<b>Germania</b>	Dax index	12,36	13,45	3,16	3,26	69,93	3,14	22,47	21,71	5,10
<b>Italia</b>	Comit 30	19,30	15,10	4,19	4,59	3,81	1,85	25,51	23,01	-5,11
	Comit	18,70	15,50	4,22	4,59	3,93	1,76	24,04	21,48	-4,34
<b>Francia</b>	Cac 40	14,19	12,64	5,60	5,38	18,70	2,88	21,23	21,58	-1,74
<b>Giappone</b>	Nikkei 500	15,12	20,75	2,13	1,86	-117,27	4,65	26,97	22,64	-0,51
	Topix	13,50	19,60	2,11	1,85	-131,34	5,24	27,70	25,39	-9,30
<b>Canada</b>	Tsx Composite	58,09	21,18	3,15	2,88	1,42	1,83	16,50	18,91	0,79
<b>Belgio</b>	Bel 20	18,48	23,30	3,77	4,40	10,89	2,02	20,18	20,50	-1,45
<b>Danimarca</b>	Kfx	21,70	17,20	2,80	2,08	11,69	2,33	24,51	22,03	7,33
<b>Svezia</b>	Affarsvanden Gen	16,60	13,60	3,89	3,41	13,98	3,01	20,87	20,84	3,14
<b>Olanda</b>	Aex Index	21,40	13,20	3,88	3,66	14,09	3,10	21,97	22,19	-1,58
<b>Irlanda</b>	Ireland-DS-Market	24,50	16,30	0,86	1,90	7,38	1,68	17,63	23,99	-0,77
<b>Spagna</b>	Ibex 35	15,08	13,85	4,60	5,09	4,37	1,98	22,50	24,53	-2,96
<b>Singapore</b>	Straits Times	12,32	12,11	3,80	2,90	4,32	3,73	16,36	18,33	1,66
<b>Malaysia</b>	Kuala Lumpur SE Emas	17,59	16,50	3,03	3,40	1,83	2,12	10,38	17,00	-0,03
<b>Hong Kong</b>	Hang Seng	9,88	13,04	4,09	3,34	8,43	3,48	21,18	25,48	2,10
<b>Filippine</b>	Philippines SE Comp.	21,70	17,60	1,78	2,36	—	0,67	18,19	20,25	12,74
<b>Thailandia</b>	Bangkok SET	20,11	15,52	3,46	3,68	—	1,82	14,62	20,77	5,99

### INDICI PAESI

	PREZZO/UTILE (1)		DIVIDENDO/PREZZO (2)		REND AZIONI/OBBLIGAZ. (3)		VOLATILITÀ ANNUAL. (4)		RENDIM ANNUO ULT. 10 ANNI (5)
	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ULTIMO	MEDIA 10 ANNI	ANNI(5)
<b>World</b>	16,90	15,40	2,71	2,60	—	—	13,36	16,89	1,49
<b>America</b>	20,30	17,10	2,23	2,20	2,01	1,31	16,22	20,03	4,03
<b>Europa</b>	16,20	13,60	3,48	3,29	—	—	17,86	22,99	-1,20
<b>Far East</b>	16,10	18,70	2,26	2,06	—	—	12,37	17,28	-1,36
<b>Pacifico</b>	12,80	15,60	2,92	2,56	4,36	1,61	17,92	18,89	0,04
<b>Argentina</b>	14,70	11,30	1,05	3,69	17,05	4,10	32,88	26,59	18,38
<b>Australia</b>	16,60	15,60	5,07	4,36	0,66	0,65	16,33	18,12	-0,19
<b>Austria</b>	15,30	15,70	2,73	2,68	—	0,90	18,58	22,19	-5,74
<b>Brasile</b>	12,80	13,20	3,99	3,77	—	0,88	26,45	23,95	2,06
<b>Cile</b>	17,20	17,90	3,30	3,15	—	1,87	10,25	13,75	4,47
<b>Cina</b>	5,90	12,30	4,70	3,10	13,94	3,12	25,78	32,04	2,62
<b>Corea Sud</b>	10,60	13,70	1,79	1,45	3,31	1,55	13,39	21,36	3,01
<b>Finlandia</b>	10,00	15,00	4,57	4,12	3,31	1,30	20,94	23,89	-2,20
<b>Grecia</b>	10,70	14,30	1,71	2,53	—	—	41,85	35,50	-24,83
<b>India</b>	18,90	18,70	1,67	1,35	0,57	0,66	15,00	23,42	6,73
<b>Indonesia</b>	21,20	17,30	2,23	2,53	-11,05	4,12	17,71	23,38	13,05
<b>Messico</b>	23,60	17,20	1,72	1,80	—	3,75	10,05	17,19	10,02
<b>Norvegia</b>	18,80	13,10	4,53	3,60	—	—	24,30	25,77	-1,16
<b>N. Zelanda</b>	17,50	17,10	3,96	4,50	1,01	0,92	7,66	9,92	1,82
<b>Portogallo</b>	17,40	17,60	4,01	4,17	1,69	1,20	21,83	20,60	-6,64
<b>Russia</b>	9,10	8,80	4,16	2,87	—	—	17,68	31,53	1,71
<b>Sud Africa</b>	18,40	15,50	3,19	3,23	—	0,54	24,20	19,59	8,15
<b>Svizzera</b>	15,70	16,50	3,37	2,71	3,34	2,02	17,59	17,39	0,59
<b>Taiwan</b>	12,90	15,80	3,90	3,74	—	1,53	15,06	19,75	1,09
<b>Turchia</b>	11,20	11,40	2,63	2,38	—	—	20,66	25,95	5,95

Note:

(1) L'ultimo p/u inferiore alla media degli ultimi 10 anni è un segnale di sottovalutazione. (2) L'ultimo dividendo/prezzo superiore alla media degli ultimi 10 anni è un segnale di sottovalutazione. (3) Il rendimento azionario è il rapporto utile per azione/prezzo. Il rendimento obbligazionario è il rendimento a scadenza del titolo di Stato a 10 anni del Paese di riferimento. L'ultimo rapporto rendimento azionario/rendimento obbligazionario superiore alla media degli ultimi 10 anni è un segnale di sottovalutazione. (4) La volatilità degli ultimi 6 mesi superiore alla media degli ultimi 3 anni è un segnale di tensione dei prezzi e di mutamento di scenario. (5) In valuta locale.

FONTE: elaborazione Ufficio Studi del Sole 24 Ore e Thomson Reuters Datastream (dati al mercoledì)

## BORSA ITALIANA

### I TITOLI MIGLIORI

	VARIAZIONE (%)			
	SETT.	1 MESE	3 MESE	1 ANNO
1 LVenture Group	13,66	12,12	-8,49	-26,50
2 BB Biotech	9,65	-79,63	-81,46	n.s.
3 Sintesi	7,31	—	-32,47	-66,43
4 Acsm-Agam	6,48	8,89	-1,66	17,86
5 Ratti	5,18	3,51	3,25	-1,67
6 Bastogi	4,89	1,93	-14,92	-38,72
7 Diasorin	4,63	9,53	9,37	26,85
8 Mittel	4,02	7,22	-0,53	-12,64
9 A2A	3,59	13,63	-4,13	13,52
10 Marr	3,39	4,69	1,84	7,65

### I TITOLI PEGGIORI

	VARIAZIONE (%)			
	SETT.	1 MESE	3 MESE	1 ANNO
1 B. Popolare	-27,44	-42,48	-60,66	-69,56
2 Mediacontech	-22,50	-8,65	51,17	-11,91
3 Digital Bros	-18,70	-16,65	-40,81	-35,82
4 Trevi	-16,67	-23,12	-26,08	-59,94
5 B.P. Milano	-16,60	-21,46	-37,04	-46,14
6 Saipem	-13,86	-16,42	-95,52	n.s.
7 UBI Banca	-13,59	-23,85	-48,44	-63,05
8 RCS Mediagroup	-13,43	-20,47	-28,48	-63,77
9 Monte Paschi Si	-13,30	-18,03	-58,19	-98,97
10 Pininfarina	-13,01	-20,10	-40,33	-65,59

## OBBLIGAZIONI

### INDICI MTS

	VARIAZIONE (%)			
	SETT.	3 MESI	6 MESI	1 ANNO
Generale	-0,77	+1,12	+2,43	+0,56
BoT	+0,00	-0,01	+0,02	+0,04
CcT	-0,24	-0,22	+0,14	+0,28
BTP	-0,90	+1,35	+2,91	+0,58
CTz	-0,03	-0,03	+0,06	+0,19

FONTE: MTS Markets

### RENDIMENTI ITALIA

CAMPIONI DI	VARIAZIONE (%)			
	6 MESI	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
Titoli di Stato Italiani	-0,07	-0,06	0,00	0,11
Obbl. Bancarie (A+/A)	0,00	0,02	0,12	0,21
Obbl. Indust. (BBB/BBB-)	0,06	0,10	0,17	0,25

FONTE: Banco di Desio e della Brianza

### RENDIMENTI MONDO

		VARIAZIONE (%)				
		12 MESI	3 ANNI	5 ANNI	10 ANNI	30 ANNI
<b>Usa</b>	Tit. Stato	0,53	0,84	1,17	1,73	2,55
	Tassi Swap (1)	0,73	0,93	1,13	1,57	2,05
<b>Germania</b>	Tit. Stato	-0,48	-0,51	-0,38	0,10	0,74
<b>Italia</b>	Tit. Stato	-0,09	0,07	0,37	1,35	2,49
<b>Francia</b>	Tit. Stato	-0,43	-0,41	-0,25	0,45	1,34
<b>Euro</b>	Tassi Swap (1)	-0,15	-0,13	—	0,50	0,98
<b>Giappone</b>	Tit. Stato	-0,22	-0,24	-0,21	-0,05	0,42
	Tassi Swap (1)	-0,06	-0,14	-0,08	0,13	0,55
<b>Uk</b>	Tit. Stato	0,35	0,51	0,76	1,36	2,24
	Tassi Swap (1)	0,73	0,79	0,93	1,35	1,60

Note:

(1) Il tasso swap è il migliore rendimento offerto da emittenti con rating AA (inferiore al debitore sovrano).

FONTE: a cura di Intesa Sanpaolo - Direzione Studi e Ricerche

## IL SETTORE TOP

INDICI	BENI PRIMA NECESSITÀ		BENI VOLUTUARI		INFORMATICA		PUBBLICA UTILITÀ		SALUTE	
	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	VAR. (%) SETT.	
<b>IMIGLIORI</b>	1 Constellation A(USA)	+6,12	1 Ebay Inc(USA)	+6,58	1 Raytheon Co(USA)	+3,65	1 Carmax Inc(USA)	+4,29	1 Valeant Phar Int(CAN)	+31,48
	2 Ratti(I)	+4,67	2 Roma A.S.(I)	+5,39	2 Fingerprint Cards AB(S)	+2,39	2 Marks & Sp.(GB)	+3,50	2 Edwards Life(USA)	+21,85
	3 Mondelez Int.(USA)	+4,39	3 Twenty First C. Fox(USA)	+3,59	3 Lockheed Martin(USA)	+2,32	3 H & M B(S)	+3,29	3 Regeneron Phar(USA)	+18,52
<b>IPEGGIORI</b>	1 Chl(I)	-8,33	1 RCS Mediagroup(I)	-10,40	1 Research Motion(CAN)	-12,05	1 Fast Ret(JP)	-15,35	1 Allergan plc(USA)	-8,69
	2 Mitsubishi Cor(JP)	-6,85	2 Snai(I)	-9,87	2 First Solar(USA)	-8,34	2 K.R.Energy(I)	-12,83	2 Astellas Pharm(JP)	-5,08
	3 Aeffe(I)	-6,80	3 Lazio(I)							

# INDICI & NUMERI

## QUANTO RENDONO I BOND

### GUIDA ALLA LETTURA

La tabella mostra alcuni indicatori di una selezione di oltre 3000 emissioni. I dati sono riferiti a emissioni benchmark, ossia quelle con maggiore liquidità e diffusione. I prezzi indicativi rappresentano le quotazioni all'ingrosso per gli scambi tra intermediari e investitori istituzionali. I rendimenti pubblicati sono rendimenti effettivi a scadenza lordi. Numerosi Istituti Bancari in virtù di loro disposizioni interne, emesse a recepimento del Testo Unico della Finanza, potrebbero tuttavia non rendere possibile l'acquisto di obbligazioni prima che sia trascorso

un anno dalla data dell'emissione. Indicazioni sul range di appartenenza del **lotto minimo in euro:**  
**1** Inferiore-uguale a 5.000;  
**2** Superiore a 5.000 e inferiore-uguale a 50.000;  
**3** Superiore a 50.000 e inferiore-uguale a 100.000;  
**4** Superiore a 100.000;  
**10** Non disponibile.  
 I valori precisi e puntuali sul lotto minimo delle singole obbligazioni andranno verificati dall'investitore al momento della sottoscrizione. Il seguito della tabella su [www.ilsole24ore.com/indicinumeri](http://www.ilsole24ore.com/indicinumeri)

### RATING DELL'EMISSIONE INDIVIDUATO SECONDO LE SEGUENTI CLASSI DI AGGREGAZIONE

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
<b>MOODY'S</b>	Aaa	Aa, Aa1, Aa2, Aa3	A, A1, A2, A3	Baa, Baa1, Baa2, Baa3	Ba, Ba1, Ba2, Ba3	B, B1, B2, B3
<b>FITCH</b>	AAA	AA+, AA, AA-	A, A+, A-	BBB+, BBB, BBB-	BB+, BB, BB-	B+, B, B-
<b>S&amp;P</b>	AAA	AA+, AA, AA-	A, A+, A-	BBB+, BBB, BBB-	BB+, BB, BB-	B+, B, B-
	Rischio di credito estremamente basso. Capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale elevata. Probabilità di default a 5 anni: 0,1%	Rischio di credito estremamente basso. Obbligazioni con capacità di rimborso non sensibile, in misura significativa, ai mutamenti economici. Probabilità di default a 5 anni: 0,16%-0,56%	Forte capacità di pagamento di interessi e capitale, ma una certa sensibilità agli effetti sfavorevoli del mutamento delle condizioni economiche. Probabilità di default a 5 anni: 0,63% - 0,89%	La capacità di rimborso è adeguata, ma si ha una maggiore sensibilità ai cambiamenti collegati ai cicli economici. Probabilità di default a 5 anni: 2,81% - 5,54%	Se la situazione economica non risultasse favorevole, nel medio periodo, esiste la concreta possibilità d'insolvenza. Probabilità di default a 5 anni: 7,62% - 16,27%	Investimento altamente speculativo. Pur esistendo un significativo rischio di credito, si ha ancora un limitato margine di sicurezza. Probabilità di default a 5 anni: 21,96% - 39,23%

DATI AL 07.04.2016	CODICE ISIN	RATING	OBBLIGAZIONE		
EMITTENTE			SCAD.	PREZZO INDIC.	REND. EFFET.

AREA EURO						
2	Ge Cap Trust Iv	XS0492555783	A	09/66	101,999	4,47
1	Bpce Sa	FR0011952647	BBB	06/26	109,588	3,58
3	Caf	XS1025870574	AA	02/39	111,150	2,83
1	Enbw Int Fin	XS0438844093	A	07/39	160,796	2,60
1	Goldman Sachs	XS1362373224	BBB	02/31	107,949	2,36
2	Edf	FR0010961581	A	11/40	139,743	2,35
3	Teliasonera	XS1193213953	A	02/35	92,439	2,12
3	Banq Fed Credit	XS1292974414	AA	09/27	97,809	2,09
3	State Grid Europ	XS1165756633	A	01/27	103,730	2,06
3	Bhp Bill Fin	XS0924998809	A	04/33	116,549	1,97
1	Edf	XS0162990229	A	02/33	152,660	1,94
3	Baic Inalfa Hk	XS1308332508	A	11/20	99,841	1,94
3	Eandis	BE6272359488	A	10/44	123,690	1,92
3	Teliasonera	XS0968972199	A	09/33	123,545	1,90
3	Ge Cap Euro Fndg	XS0816246077	A	08/32	125,392	1,84
3	Etisalat	XS1077882394	AA	06/26	108,470	1,83
3	Leeds Buildg Sty	XS1226306253	A	05/22	97,504	1,81
3	Jpmorgan	XS1178242506	A	01/30	99,803	1,77
3	Honeywell Intl	XS1366026919	A	02/28	105,434	1,74
2	Edf	FR0010891317	A	04/30	135,783	1,73
3	Ge Capital	XS0795151082	AA	06/30	126,763	1,72
3	Basf Se	XS0888667200	A	02/43	132,640	1,72
3	Leeds Buildg Sty	XS1050840724	A	04/21	104,403	1,69
3	Abinbev	BE6248644013	A	01/33	122,910	1,67
3	Eni	XS1023703090	BBB	01/29	122,494	1,66
3	Abn Amro	XS1325221031	A	11/27	102,266	1,66
3	Kleppierre	FR0013030038	A	10/25	104,161	1,65
3	Sabic Capital I	XS0995811741	A	11/20	104,887	1,64
3	Bristol-Myers	XS1226748512	A	05/35	101,740	1,64
3	Autorts Sud Fra	FR0011637750	BBB	11/28	120,130	1,57
3	Statoil	XS1004979727	A	12/33	127,185	1,57
3	Basf	XS0932307100	A	05/33	119,734	1,55
3	Sgsp Au Assets	XS1080343277	BBB	06/22	102,692	1,54
3	Sinopec Gr 2015	XS1220886938	A	04/22	96,890	1,54
3	Beijing Energy	XS1253396896	A	07/18	99,903	1,54
3	Philip Morris	XS0940697187	A	06/33	123,870	1,53
3	Elia System Oper	BE0002433085	A	04/33	129,455	1,52
1	Bayernlb	DE000BLB3D35	A	06/30	106,287	1,51
3	Bhp Bill Fin	XS0834385923	A	09/27	118,220	1,51
3	Robt Bosh	XS1084874533	AA	07/39	128,350	1,50
3	Three Gorges 2	XS1117296035	AA	06/22	101,191	1,50
3	Sinopec 2015	XS1220876111	A	04/22	97,096	1,50
2	Tennet Hldg	XS0513509959	A	06/30	141,250	1,49
3	Omv	XS0834371469	BBB	09/27	121,000	1,49
3	Jpmorg Chas	XS0935427970	A	05/28	115,270	1,49
1	Bayernlb	DE000BLB28V5	A	02/30	97,179	1,48
3	Cez	XS0940293763	BBB	06/28	116,800	1,48
3	Three Gorges 2	XS1117296894	AA	06/22	101,374	1,46
1	Volkswagen Leasing	XS1014610254	BBB	01/24	108,549	1,45
4	Beliasys Bk	IT0006729377	A	06/24	110,419	1,44
3	Teliasonera	XS0826189028	A	09/27	116,690	1,41
3	Ntnwde Buldg Soc	XS1196797614	A	03/25	98,655	1,41
3	Bank Of America	XS1209863254	BBB	03/25	99,739	1,41
3	China Ovs Ld Cy	XS1236611684	BBB	07/19	101,073	1,41
1	ABI	BE6276040431	A	04/30	101,240	1,40
N	dEsM	EU000A1U9936	AA	12/55	113,736	1,40
3	Ipic Gmnt	XS0860584308	AA	05/23	115,038	1,40
3	Abbey Natl Trsy	XS1199439222	A	03/25	97,705	1,40
3	Standrd Chartrd	XS1077631635	BBB	06/21	101,197	1,38
3	State Grid Europ	XS1165754851	A	01/22	100,670	1,38
3	Bp Capital Mark	XS1190974011	A	02/27	101,980	1,38
1	Dz Bank Zent	DE000DZ1JB11	A	12/19	105,919	1,36
3	Invstr	XS1001594065	AA	12/33	133,296	1,36
3	Edf	FR0011991488	A	06/29	116,990	1,34
3	Eastern 2	XS1258496790	A	07/19	100,520	1,34
3	Bp Capital Mark	XS1114473579	A	09/26	108,580	1,33
3	Coventry Bldg	XS0993993921	A	11/20	105,238	1,32
3	Blackstone Group	XS1234760699	A	05/25	105,770	1,32
3	Eandis	BE0002470459	A	05/29	118,730	1,31
3	Bk Of America	XS1079726334	BBB	06/24	108,237	1,31
3	Basf	XS0885399583	A	02/33	125,777	1,29
3	Corporacion Andi	XS1003743827	AA	12/28	123,444	1,29
3	Bp Capital Mark	XS1040506898	A	02/26	115,510	1,29

DATI AL 07.04.2016	CODICE ISIN	RATING	OBBLIGAZIONE		
EMITTENTE			SCAD.	PREZZO INDIC.	REND. EFFET.

3	Philip Morris	XS1066312395	A	05/29	118,960	1,29
3	Ausnet Services	XS1191877452	A	02/27	102,110	1,29
3	Elia System Oper	BE0002466416	A	04/29	120,518	1,28
3	Edf	FR0011225143	A	03/27	128,920	1,28
3	Directv Hldg	XS0933547456	BBB	05/23	109,940	1,28
3	Jpmorgan Chase	XS1034975406	A	02/26	115,841	1,28
3	Elia System Oper	BE0002432079	A	04/28	122,070	1,26
1	Credit Agricole	FR0011891258	A	06/24	111,613	1,26
3	Rbrt Bschr Inv	XS0937160272	AA	05/33	126,260	1,26
1	Bayernlb	DE000BLB2TA7	A	05/26	109,929	1,25
2	Teliasonera	XS0545428285	A	10/25	123,356	1,25
3	Santnd Intl Debt	XS0893943505	A	06/23	124,649	1,25
3	Talanx	DE000TLX2102	A	07/26	112,215	1,23
1	Bayernlb	DE000BLB2SD3	A	04/26	110,829	1,22
3	Intesa Sanpaolo	XS0986194883	BBB	10/23	119,930	1,22
1	Volkswagen Leasing	XS1050917373	BBB	04/22	105,176	1,22
1	Nord/Lb	DE000NLB8DS6	A	08/24	103,258	1,21
3	Volkswagen Leasing	XS0823975585	BBB	09/22	107,115	1,21
3	Cnooc Curtis Fdg	XS0973209421	A	10/20	106,670	1,21
3	Zapadstovslovenska	XS0979598462	A	10/23	119,920	1,21
3	Eastern 2	XS1198095686	A	03/18	99,604	1,21
N	dEsM	EU000A1U9902	AA	10/45	113,562	1,20
3	Sino Gr Ovs 2013	XS0982303868	A	10/20	106,260	1,19

### STERLINA INGLESE

4	Ge Capital Intl	XS1288976662	A	04/16	99,955	5,45
4	Cambrid Hsg Cap	XS1103297849	AA	09/45	108,650	3,76
4	Emh Treas	XS1021246852	AA	01/44	113,129	3,74
4	Wheatley Gro	XS1140662575	AA	11/44	112,151	3,68
4	Riverside Fin	XS1148849018	AA	12/44	104,114	3,64
4	Myriad Cap	XS1005023301	AA	12/43	120,576	3,57
3	Rabobank	XS0530302628	A	08/60	141,404	3,49
4	Aster Treasury	XS1004109150	AA	12/43	118,689	3,45
4	Allianz Fin li	DE000A1HIGL4	AA	03/43	117,853	3,44
3	Sthrn Water Fin	XS0308998144	A	09/56	138,092	3,35
3	Wal-Mart	XS0279211832	AA	01/39	124,396	3,34
4	Apple	XS1269176191	AA	07/42	105,029	3,31
1	Artesian Finance	XS0167358257	A	09/33	135,922	3,28
3	Wal-Mart	XS0419834931	AA	03/34	133,367	3,17
1	Wal Mart	XS0202077953	AA	09/35	130,067	3,17
4	Metro Life Globl	XS0834641358	AA	09/26	104,345	3,01
3	East Japan Ry	XS0241265445	AA	01/36	122,130	2,98
3	East Japan Ry	XS0257129519	AA	06/34	126,309	2,96
4	Temasek Financ I	XS0528414377	AAA	07/40	138,295	2,88
4	Cardiff Univ	XS1351950149	AA	12/55	103,147	2,87
4	Univ Of Liver	XS1246881673	AA	06/55	111,835	2,87
1	Rabobank	XS0228265574	A	08/29	118,242	2,87
1	Wal Mart	XS0121617517	AA	12/30	134,353	2,87
4	Univ Manchester	XS0947761556	AA	07/53	132,423	2,84
1	Procter & Gamble	XS0158603083	AA	01/33	131,820	2,82
3	East Japan Ry	XS0276809927	AA	12/31	124,980	2,74
4	Unv Of Cambridge	XS0841542961	AAA	10/52	123,666	2,72
4	Close Brothr Fin	XS1080948265	AA	06/21	105,619	2,71
1	Procter & Gamble	XS0106655235	AA	01/30	140,526	2,68
4	Affordable Hsng	XS1273543162	AAA	08/43	105,596	2,61
4	Apple	XS1269175466	AA	07/29	105,142	2,59
1	Eurofima	XS0132378166	AA	06/32	138,055	2,57
3	Wellcome Trst Fn	XS0261559594	AAA	07/36	132,068	2,56
1	Lcr Finance Plc	XS0094835278	AA	12/38	133,279	2,56
4	Affordable Housi	XS1070308082	AAA	05/42	123,780	2,55
4	Wellcome Trust	XS1065371277	AAA	05/59	136,984	2,55
1	Lcr Finance Plc	XS0150670551	AA	03/51	160,479	2,50
1	Eib	XS0295479983	AAA	03/44	140,557	2,46
1	Eib	XS0096499057	AAA	04/39	144,461	2,44
1	Ned Waterschap	XS1030092793	AAA	06/32	139,030	2,41
3	Rabobank	XS0253359961	A	01/23	115,154	2,40
3	Network Rail	XS0206361221	AA	11/35	136,409	2,39

### YEN GIAPPONESE

4	Rbc	JP378360AC99	AA	10/22	100,440	0,40
4	Svenska Hndlsbnk	JP364300CA92	AA	09/20	100,008	0,29
4	Rabobank	XS1227246896	A	05/20	100,504	0,26
4	Nordea Bk	JP364300AF65	AA	06/20	100,229	0,26
4	Seven&I Hldgs	JP365820AF55	A	06/25	104,816	0,25

DATI AL 07.04.
----------------

## Il titolo proposto da Banco popolare e rischio «alla pari»

Il Banco Popolare, come altri istituti italiani, sta affrontando una fase difficile, contraddistinta dal prossimo processo di aggregazione e dal problema dei "non performing loans", con le attese su un possibile aumento di capitale. Se ciò si tratta di una brutta notizia per i possessori dell'azione ordinaria, è al contrario incoraggiante per i risparmiatori che detengono obbligazioni. La banca veronese sta proponendo un bond a reddito fisso, con scadenza aprile 2021, che prevede il pagamento di cedole "step up" che partono ad un livello pari all'1% del primo anno per arrivare all'1,15% dell'ultimo. Il concetto di "up" (crescenti) appare tuttavia un po' eccessivo, visto l'aumento decimale previsto per le cedole. Come se non bastasse, il prestito è anche rimborsabile anticipatamente a partire dal 29/04/2018 e, successivamente, ogni 3 mesi con 25 giorni di preavviso. Quindi, nell'improbabile caso che il costo di finanziamento della banca dovesse scendere rispetto all'1,08% annuo incorporato da questo bond e il relativo prezzo salisse oltre la pari, l'istituto avrebbe la possibilità di rimborsare a 100, negando quindi l'upside al possessore. Quanto offerto al risparmiatore è congruo e tiene conto della rischiosità dell'emittente che è high yield? È interessante notare come il bond per istituzionali, che scade 9 mesi prima, offre circa il 2,7%, una remunerazione molto più elevata. C'è un bond a tasso misto (IT0005144677) che, ipotizzando l'Euribor a 3m pari a zero dalla fine del prossimo anno fino a dicembre 2020, consente di ottenerne l'1,84%, ancora vantaggioso per il risparmiatore, evitando, inoltre, il richiamo anticipato del prestito qualora si verificasse lo scenario positivo per l'investitore.

CARATTERISTICHE EMISSIONE	
Codice ISIN	IT0005175515
Descrizione titolo	Banco Popolare 2016/2021 stepup callable
Tipologia	tasso fisso
Data di emissione	29/04/2016
Data di scadenza	29/04/2021
Rank	senior
Cedole trimestrali	1°: 1%; 2°-3°: 1,05%; 4°-5°: 1,15%
Rating emittente	Moody's: Ba3
Cds 5Y Eur	2,75%
Cds 5Y Eur . prob. Default	22%
Quotazione	No

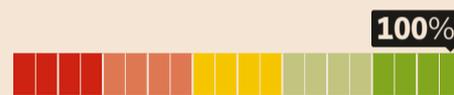
VALUTAZIONE EMISSIONE	
Valore teorico	98,77
Premio	1,23%
Rendimento annuo garantito*	1,08%
Costo annuo strumento	0,25%

SCOMPOSIZIONE	
Valore teorico	98,77
Componente derivativa	0,00
Rischiosità prodotto	Medio-alta

### IL CONFRONTO CON IL BTP

RENDIMENTO ANNUO DEL TITOLO DI STATO PARI SCADENZA **0,37%**

PROBABILITÀ DELL'OBBLIGAZIONE DI SOVRAPERFORMARE BTP\*



\*Escludendo la probabilità di default dell'emittente e durata fino a scadenza e ipotizzando una struttura di tassi forward come quella corrente

### PUNTI DI FORZA

- 1 Turnaround**  
La banca, dopo un passato burrascoso, ha intrapreso una svolta ed è al centro del processo di aggregazione
- 2 Aumento di capitale**  
L'aumento di capitale e azioni per il rafforzamento patrimoniale può ridurre la rischiosità dell'emittente in chiave prospettica
- 3 Cedole "positive"**  
In una situazione di rendimenti negativi per i bond, cedole prossime all'1% non sono disprezzabili

### PUNTI DI DEBOLEZZA

- 1 Commissioni implicite**  
La differenza di rendimento tra il bond istituzionale e quello in collocamento suggerisce la presenza di commissioni ben più elevate dell'1,23% dichiarate a prospetto
- 2 High Yield**  
L'obbligazione, pur essendo senior, è emessa da un istituto con un rating ritenuto speculativo da Moody's
- 3 Non quotato**  
L'emittente si riserva la facoltà di richiedere l'ammissione a quotazione e quindi il sottoscrittore potrebbe non riuscire a vendere il titolo prima della scadenza

### IL GRAFICO

I differenziali di rendimento rispetto alla curva dei tassi osservati per una serie di bond a tasso fisso con scadenza prossima a quella del titolo in collocamento.



## Maggiori rendimenti attesi dal Btp Italia sull'Inflation linked

L'intervento particolarmente "dovish" dimostrato dalle principali banche centrali, ha dato respiro a un mercato che da inizio anno ha sofferto per l'andamento del prezzo del petrolio, delle commodities, per il rallentamento dell'economia cinese che minaccia la ripresa economica mondiale. In occasione del meeting del 10 marzo, il Governatore della Bce non ha deluso le attese. Del nuovo pacchetto di misure espansive, in prima battuta, hanno beneficiato gli asset più rischiosi come quelli azionari ma anche i titoli governativi, soprattutto quelli dei paesi periferici, la cui divergenza rispetto ai paesi core è aumentata da inizio anno. Lo spread tra il decennale italiano e tedesco è tornato fino in area 102 bps dai massimi in area 150 bps, a inizio febbraio.

Il decennale italiano è passato da un rendimento di 1,60% all'attuale 1,40, dopo aver toccato i minimi a fine marzo in area 1,20%. L'obiettivo è per un'inflazione che si riporti su livelli prossimi al target della banca centrale. Come evidenziato dalla tabella, a questi livelli di indici di inflazione e date le aspettative formulate dal mercato, i Btp Italia offrono infatti rendimenti attesi maggiori rispetto ai Btp Inflation Linked, grazie al floor sulla cedola. Ricordiamo la differenza fondamentale tra i Btp "tradizionali" a tasso fisso e quelli legati all'inflazione (sia italiana che europea). I primi offrono un rendimento certo fin dal momento dell'acquisto, per i secondi invece il rendimento finale dipenderà dal valore effettivo dell'inflazione.

### BTP REALI E NOMINALI A CONFRONTO

TITOLI DI STATO INFLATION LINKED A CONFRONTO CON I PIÙ TRADIZIONALI BTP A TASSO FISSO. DATI AL 07.04.2016

ISIN	SCADENZA	CEDOLA	PREZZO	RENDIM ASCAD.(1)	RENDIM SWIL(2)	INDEX RATIO(3)	ISIN	SCADENZA	CEDOLA	PREZZO	RENDIM ASCAD.(1)	RENDIM SWIL(2)	INDEX RATIO(3)
<b>BTP Italia</b>							<b>BTP</b>						
IT0004821432	giu-16	3,55%	100,95	-0,36	-0,32	0,9967	IT0003745541	set-35	2,35%	124,38	0,90	2,46	1,17791
IT0004863608	ott-16	2,55%	101,94	-0,56	-0,47	0,9942	IT0004545890	set-41	2,55%	128,42	1,24	2,89	1,07055
IT0004917958	apr-17	2,25%	102,90	-0,65	-0,48	0,9942	<b>ISIN</b>						
IT0004969207	nov-17	2,15%	103,82	-0,27	0,06	0,9949	IT0004761950	set-16	4,75%	102,09	-0,13	0	
IT0005012783	apr-20	1,65%	105,92	0,19	0,66	0,9941	IT0004867070	nov-17	3,50%	105,44	0,00	16	
IT0005058919	ott-20	1,25%	104,92	0,15	0,70	0,9939	IT0004489610	set-19	4,25%	113,78	0,17	30	
IT0005105843	apr-23	0,50%	101,39	0,30	1,02	0,9943	IT0004594930	set-20	4,00%	116,09	0,31	39	
<b>BTP legati all'inflazione europea</b>							IT0004695075	set-21	4,75%	122,54	0,51	53	
IT0004682107	set-16	2,10%	102,35	-0,85	-0,53	1,05484	IT0004848831	nov-22	5,50%	129,98	0,80	76	
IT0004085210	set-17	2,10%	104,89	-1,36	-0,82	1,14517	IT0004513641	mar-25	5,00%	131,58	1,24	101	
IT0004890882	set-18	1,70%	106,24	-1,00	-0,33	0,99613	IT0004644735	mar-26	4,50%	129,03	1,36	102	
IT0004380546	set-19	2,35%	110,18	-0,76	-0,02	1,09075	IT0003934657	feb-37	4,00%	130,05	2,21	145	
IT0004604671	set-21	2,10%	112,46	-0,37	0,51	1,06752	IT0004532559	set-40	5,00%	148,41	2,39	180	
IT0004243512	set-23	2,60%	116,32	0,23	1,34	0,99022							
IT0004735152	set-26	3,10%	125,75	0,45	1,71	1,04494							

### GUIDA ALLA LETTURA

Le due tipologie di Btp inflation linked sono prodotti che rispetto ai normali Btp nominali, oltre a prevedere il rimborso del valore nominale a scadenza, offrono un rendimento indicizzato all'andamento del costo della vita. In particolare i Btp Italia è un titolo indicizzato all'inflazione italiana (indice Foi dei prezzi al consumo), mentre i BtpEi in circolazione sono agganciati all'inflazione dell'area euro. I Btp Italia retrocedono l'inflazione insieme alla cedola, ogni sei mesi. I Btp legati all'inflazione area euro, invece, riconoscono tutta la rivalutazione legata alla crescita del carovita a fine periodo. Pertanto, a differenza dei BtpEi che rimborsano a scadenza il valore nominale rivalutato, moltiplicando il capitale nominale sottoscritto per il coefficiente di indicizzazione, il Btp Italia rimborsa in un'unica soluzione a scadenza soltanto il valore nominale (100) che non viene cioè aggiustato per l'inflazione del periodo. La remunerazione semestrale offerta dal Btp Italia è pari dunque alla somma tra la cedola aggiustata per l'inflazione più la rivalutazione del capitale. Inoltre, a differenza dei BtpEi, che prevedono una protezione dalla deflazione (variazione percentuale negativa dei prezzi) o floor sul capitale e soltanto a scadenza, il Btp Italia offre una protezione anche sulle cedole, venendo comunque calcolate sul capitale nominale sottoscritto: in caso di deflazione in un determinato semestre, il coefficiente di indicizzazione modificato e utilizzato per i calcoli è pari a 1 (limite inferiore). Infine, per calcolare il coefficiente di indicizzazione dei BtpEi si deve rapportare l'inflazione di riferimento della data di regolamento dell'operazione di compravendita all'inflazione di riferimento della data di godimento del titolo. Per il Btp Italia, al denominatore compare l'inflazione di riferimento (numero indice) della data di pagamento della cedola precedente oppure, se si tratta della prima cedola, della data di godimento del titolo. I risparmiatori che detengono i Btp Italia dall'emissione alla scadenza avranno al rimborso anche un premio fedeltà pari allo 0,4% lordo sul valore nominale.

- 1** Rendimento a scadenza: Rendimento a scadenza: rendimento calcolato considerando costante il livello del tasso di inflazione attuale, pari allo -0,20% per l'Italia e -0,20% per l'area euro.
- 2** Rendimento a scadenza Swil: Rendimento a scadenza Swil: Rendimento calcolato considerando le previsioni di inflazione media futura del mercato degli "inflation swap". Quest'ultimi, anche denominati con l'acronimo Swil, sono operazioni finanziarie attraverso le quali due controparti istituzionali identificano un tasso di inflazione medio, relativo ad un determinato periodo di tempo futuro. Se l'inflazione sarà superiore una controparte pagherà all'altra la differenza e viceversa. Per gli investitori gli inflation swap sono utili per verificare le aspettative di inflazione futura da parte dei grandi operatori internazionali.
- 3** Index ratio: È l'indice per il quale va moltiplicato il prezzo e i dietimi per determinare l'effettivo esborso (o incasso) monetario
- 4** Asw Spread: indica il differenziale di rendimento tra una determinata obbligazione a tasso fisso e il livello di tasso della curva degli Interest Rate Swap (Irs) di pari scadenza. Tanto maggiore è il Asw Spread, tanto più elevato è il rischio di credito associato dal mercato a quel determinato emittente alle diverse scadenze, in questo caso la Repubblica Italiana.

# INDICI & NUMERI

## EXCHANGE TRADED FUND

a cura di  Consultique  
Fee-Only Financial Planners

### GUIDA ALLA LETTURA

L'insieme dei dati quantitativi e qualitativi sugli Etf, Etc, Etn, confluisce in un indicatore sintetico delle qualità dello strumento: il Rating Consultique, espresso con un numero di stelle (da uno a cinque). Il Rating Consultique tiene conto dei seguenti indicatori: le commissioni totali annue (Ter), la liquidità (spread bid-ask ratio) e indicatori che misurano la bontà della replica del benchmark quali l'Excess return (extrarendimento dello strumento rispetto al benchmark) e il Tracking error (volatilità dei differenziali Excess return). I punteggi delle suddette variabili sono sintetizzati in un unico indice attraverso l'utilizzo di metodi quantitativi. Il Rating è basato su un giudizio assoluto e non relativo all'eventuale classe di appartenenza. Infatti, ad esempio, nulla vieta che nemmeno uno strumento raggiunga le 5 stelle. Quindi vengono assegnate 5 stelle (il massimo Rating) solo agli strumenti che rispetteranno tutti i target stabiliti. Note metodologiche: 1) l'attribuzione del rating è vincolata sia all'esistenza dello strumento sul mercato di quotazione di Borsa Italiana da almeno 6 mesi, sia alla possibilità di poterlo confrontare in maniera tecnicamente corretta con il benchmark di riferimento; 2) lo spread bid-ask ratio è calcolato su una base temporale di 3 mesi con cadenza ogni 30 minuti e viene riportato solo per gli strumenti quotati da almeno 6 mesi; 3) il controvalore medio scambiato è calcolato sugli ultimi 30 giorni di quotazione, per cui non vengono riportati dati per quegli strumenti quotati da meno di un mese; 4) la liquidità di un Etf/Etc/Etn rilevata riguarda esclusivamente il mercato secondario (principalmente retail); sul mercato primario i soggetti istituzionali possono avvantaggiarsi di spread ratio ancora più contenuti; 5) per alcuni strumenti la minore liquidità dei titoli componenti il paniere replicato si riflette in un bid-ask più ampio,

questo vale soprattutto per gli Etf sui paesi emergenti o sui cosiddetti panieri tematici.

**Note sulla modalità di replica:** 1) Replica Fisica Completa: l'Etf acquista tutti i titoli componenti l'indice da replicare. 2) Replica Fisica a Campione/Ottimizzata: l'Etf acquista una parte significativa dei titoli componenti l'indice da replicare. Per la replica fisica è possibile che il fondo preli ad una controparte esterna una parte o la totalità dei titoli detenuti in portafoglio. La remunerazione ricevuta in cambio consente all'Etf di ridurre il Ter. Il rischio controparte che emerge dall'operazione può essere mitigato mediante una collateralizzazione sui titoli prestati. 3) Replica Sintetica Funded: l'Etf stipula di un contratto swap con una o più controparti selezionate, in base al quale il fondo trasferisce ad esse il denaro derivante dalle sottoscrizioni vedendosi riconoscere in contropartita la performance total return del benchmark (meno il costo dello swap se previsto). Il rischio controparte viene contestualmente mitigato tramite l'apporto da parte della controparte swap di un collaterale. 4) Replica Sintetica Unfunded: la replica dell'indice di riferimento avviene attraverso una strategia di investimento che prevede l'utilizzo del denaro derivante dalle sottoscrizioni per l'acquisto di un paniere di titoli e l'ingresso in un contratto di swap con una controparte selezionata che riconosce all'Etf le performance total return dell'indice di riferimento (meno il costo dello swap se previsto) in contropartita del rendimento del paniere sostitutivo.

**Note sulla compilazione:** (N/P - non pervenuto) qualora il dato sulla modalità di replica non sia stato inviato dall'emittente; (\*) i dati indicati sono espressione di un dato medio di periodo (variabile a seconda dell'emittente).

STRUMENTO	RATING 1-5 STELLE	COMM TOT % ANNO	SPREAD BID/ASK %	CTV MEDIO 30GG €	PERF ANNO %
<b>AZIONARIO</b>					
<b>EMERGENTE</b>					
<b>iShares Msci Emerging Markets Ucits Etf (IE00B0M63177)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (9,3%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,75	0,09	3.720.865	-15,89
<b>db X-Trackers Msci Emerging Markets Index Ucits Etf (LU0292107645)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (107,91%) Swap (-7,91%)]	★★★★	0,65	0,10	2.957.245	-16,32
<b>Lyxor Etf Msci Emerging Markets/France (FR0010429068)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,55	0,14	2.642.275	-16,01
<b>Lyxor Etf Msci India (FR0010361683)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,85	0,25	783.750	-18,32
<b>Lyxor Ucits Etf Russia Dow Jones Russia Gdr - C Eur (FR0010326140)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,65	0,25	712.619	-5,67
<b>iShares Core Msci Emerging Markets Imi Ucits Etf (IE00BKM4GZ66)</b> [N/P]	★★★★	0,25	0,29	710.234	-15,39
<b>Amundi Etf Msci Emerging Markets Ucits Etf - A (FR0010959676)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,64%) Swap (-0,64%)]	★★★★	0,20	0,21	558.261	-15,52
<b>Amundi Etf Msci Em Asia Ucits Etf - Eur (FR0011020965)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (101,24%) Swap (-1,24%)]	★★★★	0,20	0,37	336.579	-16,17
<b>EUROPA</b>					
<b>Lyxor Etf Ftse Mib Daily Leveraged (FR0010446658)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,60	0,12	18.877.511	-41,04
<b>Lyxor Etf Ftse Mib - Eur (FR0010010827)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,35	0,06	18.084.812	-19,42
<b>Lyxor Etf Ftse Mib Daily Double Short Xbear (FR0010446666)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,60	0,12	12.249.817	14,65
<b>Lyxor Etf Euro Stoxx 50 (FR0007054358)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,20	0,06	11.102.302	-16,01
<b>iShares Ftse Mib Ucits Etf Inc (IE00B1XNH568)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (12,38%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,35	0,10	8.781.202	-19,42
<b>iShares Euro Stoxx 50 Ucits Etf Inc (IE0008471009)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (5,1%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,35	0,06	8.740.966	-16,01
<b>iShares Msci Europe Ucits Etf Inc (IE00B1ZSC51)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (6,91%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,35	0,10	6.822.486	-13,60
<b>iShares Core EURO STOXX 50 Ucits Etf Acc. (IE00B53L3W79)</b> [N/P]	★★★★	0,10	0,10	6.068.961	-15,91
<b>iShares Stoxx Europe 600 De (DE0002635307)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (0,92%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,20	0,07	4.230.616	-12,36
<b>db X-Trackers Euro Stoxx 50 Ucits Etf - 1C (LU0380865021)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (0,27%) e collaterale (106,92%)]	★★★★	0,09	0,06	4.097.905	-15,79
<b>Lyxor Etf Euro Stoxx 50 Daily Double Short (FR0010424143)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,60	0,17	3.776.784	14,78
<b>Boost Ftse Mib 3X Short Daily Etp (IE00B873CW36)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★	0,80	0,27	3.205.052	8,17
<b>Amundi Etf Msci Europe Ucits Etf (FR0010655696)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,14%) Swap (-0,14%)]	★★★★	0,28	0,10	3.193.782	-13,30
<b>Boost Ftse Mib 3X Leverage Daily Etp (IE00B8NB3063)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★	0,75	0,26	3.179.664	-60,23
<b>Lyxor Etf Ftse Mib Daily Short Bear (FR0010446146)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,60	0,08	2.641.272	11,28
<b>Lyxor Etf Dax (LU0252633754)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,15	0,09	2.506.291	-17,17
<b>Etf 3X Daily Long Ftse Mib (JE00B8DVWK97)</b> [N/P]	★★★★	0,82	0,39	2.437.609	-60,53
<b>Ubs-Etf Msci Emu (LU0147308422)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (14,98%) e collaterale (108,73%)]	★★★★	0,23	0,17	2.397.683	-12,67
<b>Lyxor Etf Lev dax (LU0252634307)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,40	0,09	2.202.967	-36,05
<b>db X-Trackers - Euro Stoxx 50 Short Daily Ucits Etf (LU0292106753)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 120,12%)]	★★★★	0,40	0,11	1.577.410	10
<b>Source Euro Stoxx 50 Ucits Etf - A Eur Accumulating (IE00B60SWX25)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (95,5% Min Swap 4,5% Max*)]	★★★★	0,25	0,07	1.471.023	-15,88
<b>db X-Trackers Msci Europe Index Ucits Etf (DR) (LU0274209237)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (5,38%) e collaterale (107,88%)]	★★★★	0,30	0,15	1.394.307	-13,45
<b>Etf 3X Daily Short Ftse Mib (JE00B894R074)</b> [N/P]	★★★★	0,82	0,39	1.391.755	5,75
<b>Lyxor Etf Stoxx Europe 600 Banks (FR0010345371)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,30	0,23	1.371.158	-30,17
<b>Lyxor Etf Ftse 100/France (FR0010438127)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,15	0,17	1.326.126	-13,11
<b>Etf 3X Daily Long Dax 30 (JE00B992Q458)</b> [N/P]	★★★★	0,82	0,28	1.281.409	-53,32
<b>Lyxor Etf Daily Shortdax X2 (FR0010869495)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,60	0,17	1.199.264	17,84
<b>Lyxor Etf Euro Stoxx 50 Daily Leverage (FR0010468983)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,40	0,15	1.124.334	-34,64
<b>Lyxor Etf Msci Europe (FR0010261198)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,30	0,13	1.073.439	-13,28
<b>iShares Stoxx Europe 50 Ucits Etf (IE0008470928)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (10,62%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,35	0,19	972.736	-15,89
<b>Boost Euro Stoxx 50 3X Short Daily Etp (IE00B8JF9153)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★	0,80	0,34	930.688	10,99
<b>Lyxor Etf Euro Stoxx 50 Daily Short (FR0010424135)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,40	0,17	897.352	10,18
<b>db X-Trackers Euro Stoxx 50 Ucits Etf - 1D (LU0274211217)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (0,27%) e collaterale (106,92%)]	★★★★	0,09	0,08	856.779	-15,81
<b>db X-Trackers Ftse Mib Index Ucits Etf (DR) (LU0274212538)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (13,78%) e collaterale (108,37%)]	★★★★	0,30	0,11	775.866	-19,39
<b>Lyxor Etf Stoxx Europe 600 Oil &amp; Gas (FR0010344960)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,30	0,20	763.687	-10,10
<b>Amundi Etf Ftse Mib Ucits Etf (FR0010892208)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,03%) Swap (-0,03%)]	★★★★	0,18	0,13	750.115	-19,05
<b>iShares Ftse Mib Ucits Etf Acc. (IE00B53L4X51)</b> [N/P]	★★★★	0,33	0,11	739.611	-19,17

STRUMENTO	RATING 1-5 STELLE	COMM TOT % ANNO	SPREAD BID/ASK %	CTV MEDIO 30GG €	PERF ANNO %
<b>Amundi Etf Euro Stoxx 50 Ucits Etf C (FR0010654913)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,81%) Swap (0,19%)]	★★★★	0,15	0,07	730.308	-15,98
<b>Boost Euro Stoxx 50 3X Leverage Daily Etp (IE00B75D4R47)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★	0,75	0,41	692.559	-51,69
<b>db X-Trackers Stoxx Europe 600 Ucits Etf DR (LU0328475792)</b> [Sintetica Funded: Non present]	★★★★	0,20	0,14	667.390	-12,48
<b>Etf 3X Daily Long Euro Stoxx 50 (JE00B9689G92)</b> [N/P]	★★★★	0,82	0,58	600.690	-52,23
<b>Amundi Etf Short Euro Stoxx 50 Daily Ucits Etf (FR0010757781)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (101,52%) Swap (-1,52%)]	★★★★	0,30	0,15	590.124	10,20
<b>Lyxor Etf Stoxx Europe 600 Utilities (FR0010344853)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,30	0,23	582.462	-6,85
<b>Lyxor Etf Stoxx Europe 600 Basic Resources (FR0010345389)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,30	0,34	565.188	-31,17
<b>iShares Dax Ucits Etf (DE0005933931)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (0,39%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,16	0,08	560.616	-16,88
<b>Lyxor Ucits Etf Euro Stoxx Banks (FR0011645647)</b> [N/P]	★★★★	0,30	0,19	513.658	-33,58
<b>Boost Euro Stoxx Banks 3X Leverage Daily Etp (IE00BLS09N40)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★	0,89	0,63	461.281	-79,59
<b>db X-Trackers Lev dax Daily Ucits Etf (LU0411075376)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 120,09%)]	★★★★	0,35	0,15	449.170	-35,86
<b>Spdr S&amp;P Euro Dividend Aristocrats Ucits Etf (IE00B5M1WJ87)</b> [Fisica Completa]	★★★★	0,30	0,24	439.105	-5
<b>Amundi Etf Msci Emu Ucits Etf (FR0010655688)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,91%) Swap (0,09%)]	★★★★	0,25	0,12	436.685	-13,04
<b>iShares Ftse 100 Ucits Etf Inc (IE0005042456)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (3,3%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,40	0,13	392.243	-13,11
<b>Boost Lev dax 3X Daily Etp (IE00B878KX55)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 120,09%)]	★★★★	0,75	0,40	355.315	-53,67
<b>iShares Euro Div Ucits Etf (IE00B0M62572)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (11,03%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,40	0,24	349.027	-6,12
<b>Db X-Trackers Msci Emu Index (LU0846194776)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (0%) e collaterale (111,7%)]	★★★★	0,15	0,21	329.104	-12,89
<b>Db X-Trackers Dax Ucits Etf Dr 1C (LU0274211480)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (0,77%) e collaterale (106,86%)]	★★★★	0,09	0,10	327.467	-17,00
<b>db X-Trackers Shortdax Daily Ucits Etf (LU0292106241)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 120,12%)]	★★★★	0,40	0,12	324.207	11,18
<b>Etf 3X Daily Short Dax 30 (JE00B984KF15)</b> [N/P]	★★★★	0,82	0,45	323.253	15,52
<b>Boost Shortdax 3X Daily Etp (IE00B8GKPP93)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★	0,80	0,33	318.918	14,19
<b>Lyxor Ucits Etf Ftse Italian Mid Cap - D-Eur (FR0011758085)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,50	0,30	312.451	-3,60
<b>db X-Trackers Sml Ucits Etf (DR) (LU0274221281)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (2,36%) e collaterale (114,28%)]	★★★★	0,30	0,11	311.248	-16,33
<b>Lyxor Etf Stoxx Europe 600 Healthcare (FR0010344879)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,30	0,27	306.457	-15,29
<b>GIAPPONE</b>					
<b>Lyxor Etf Japan Topix (FR0010245514)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,45	0,25	452.855	-9,94
<b>Ubs-Etf Msci Japan (LU0136240974)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (3,15%) e collaterale (162,58%)]	★★★★	0,35	0,24	345.850	-12,31
<b>GLOBALE</b>					
<b>iShares Msci World Ucits Etf Inc (IE00B0M62Q58)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (8,4%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,50	0,07	3.709.217	-8,35
<b>iShares Core MSCI World Ucits Etf Acc. (IE00B4LSY983)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (0,88%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,20	0,07	3.207.093	-8,20
<b>db X-Trackers Msci World Index Ucits Etf (LU0274208692)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (109,51%) Swap (-9,51%)]	★★★★	0,45	0,09	2.622.183	-8,36
<b>iShares Msci World Minimum Volatility Ucits Etf (IE00B8FHGS14)</b> [N/P]	★★★★	0,30	0,40	1.175.584	2,15
<b>Lyxor Etf Msci World Euro (FR0010315770)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,45	0,16	1.173.964	-8,13
<b>Amundi Etf Msci World Ucits Etf (FR0010756098)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,29%) Swap (-0,29%)]	★★★★	0,38	0,09	657.871	-8
<b>iShares Developed Markets Property Yield Ucits Etf (IE00B1FZS350)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (6,13%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,59	0,27	623.444	-3,72
<b>Lyxor Etf Msci World Health Care Tr (LU0533033238)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,40	0,38	526.798	-13,83
<b>iShares Msci World Hedged Ucits Etf (IE00B441G979)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (3,54%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,55	0,44	497.202	-5,70
<b>Ubs-Etf Msci World (LU0340285161)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (7,98%) e collaterale (111,02%)]	★★★★	0,30	0,15	283.294	-8,52
<b>NORD AMERICA</b>					
<b>iShares S&amp;P 500 - B Ucits Etf (IE00B5BMR087)</b> [N/P]	★★★★	0,07	0,05	4.562.600	-3,52
<b>Lyxor Ucits Etf S&amp;P 500 Daily Hedged D-Eur (LU0959211243)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★	0,15	0,15	4.290.567	1
<b>iShares S&amp;P 500 Ucits Etf Inc (IE0031442068)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (5,05%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,40	0,06	3.994.571	-3,85
<b>iShares S&amp;P 500 Hedged Ucits Etf (IE00B3ZWK018)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (1,93%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★	0,45	0,08	1.709.379	0,10
<b>Powershares Eqqq Nasdaq-100 Ucits Etf (IE0032077012)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (1,667%) e collaterale (102,01%)]	★★★★	0,30	0,08	1.475.039	-1,14
<b>db X-Trackers S&amp;P 500 Inverse Daily Ucits Etf (LU0322251520)</b> [Sintetica Funded: con Swap (100%) (collaterale 120,13%)]	★★★★	0,50	0,06	927.669	-9,00
<b>Ubs-Etf Msci Usa (LU0136234654)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (2,89%) e collaterale (110,91%)]	★★★★	0,20	0,08	913.108	-5
<b>Amundi Etf S&amp;P 500 Ucits Etf (FR0010892224)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,23%) Swap (-0,23%)]	★★★★	0,15	0,07	666.376	-3,63
<b>Spdr S&amp;P Us Dividend Aristocrats Ucits Etf (IE00B6YX5D40)</b> [Fisica Completa]	★★★★	0,35	0,17	596.544	3,37

INDICI & NUMERI

EXCHANGE TRADED FUND

STRUMENTO	RATING	COMM	SPREAD	CTV	PERF
	1-5	TOT %	BID/ASK	MEDIO	ANNO
	STELLE	ANNO	%	30GG €	%
<b>iShares Nasdaq 100 Ucits Etf (IE00B535ZB19)</b> [N/P]	★★★★★	0,33	0,09	590.249	-1,13
<b>db X-Trackers Msci Usa Index Ucits Etf (LU0274210672)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (106,11%) Swap (-6,11%)]	★★★★★	0,30	0,09	489.427	-4,35
<b>Lyxor Etf Nasdaq-100-D Eur (FR0007063177)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,30	0,08	475.725	-1,23
<b>iShares Msci Canada - B Ucits Etf (IE00B525F786)</b> [N/P]	★★★★★	0,48	0,49	457.933	-14,61
<b>Lyxor Ucits Etf Msci Usa Euro (FR0010296061)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,30	0,13	445.679	-4,32
<b>iShares Msci Usa - B Ucits Etf (IE00B525FT06)</b> [N/P]	★★★★★	0,33	0,09	394.610	-5
<b>Amundi Etf Short Msci Usa Daily Ucits Etf (FR0010791194)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (101,3%) Swap (-1,3%)]	★★★★★	0,35	0,19	367.565	-2,14
<b>Ubs Etf - Barclays Msci Us Liquid Corporates Sustainable Ucits Etf (LU1215461085)</b> [N/P]	★★★★★	0,20	0,52	361.136	-
<b>Lyxor Etf S&amp;P 500 - A (LU0496786574)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,15	0,14	348.115	-3,32
<b>Source Utilities S&amp;P Us Sector Ucits Etf (IE00B3VPKB53)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (95,5% Min Swap 4,5% Max*)]	★★★★★	0,30	0,21	342.472	8,90
<b>iShares Msci North America Ucits Etf (IE00B14X4M10)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (6,38%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,40	0,17	282.050	-5
<b>OBBLIGAZIONARIO</b>					
<b>AGGREGATO</b>					
<b>iShares Euro Aggregate Bond Ucits Etf (IE00B3DKXQ41)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (10,48%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,25	0,06	379.170	1
<b>CDS</b>					
<b>db X-Trackers Ii - Itraxx Crossover Ucits Etf (LU0290359032)</b> [N/P]	★★★★★	0,24	0,23	459.366	-2,50
<b>DEBITO ALTO RENDIMENTO</b>					
<b>iShares Euro High Yield Corporate Bond Ucits Etf (IE00B66F4759)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (14,16%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,50	0,08	5.779.267	-1
<b>iShares \$ High Yield Corporate Bond Ucits Etf (IE00B4PY7Y77)</b> [N/P]	★★★★★	0,50	0,21	1.279.513	-9
<b>Lyxor Etf Iboxx ? Liquid High Yield 30 Ex-Financial (FR0010975771)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,45	0,10	1.130.899	-3,58
<b>Spdr Barclays Euro High Yield Bond Ucits Etf (IE00B6YX5M31)</b> [Fisica a Campione]	★★★★★	0,40	0,28	769.008	-0,40
<b>Pimco Short-Term High Yield Corporate Bond Source Etf (IE00BF8HV600)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,60	0,27	703.982	-4,40
<b>Amundi Etf Euro High Yield Liquid Bond Iboxx Ucits Etf (FR0011494822)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,15%) Swap (-0,15%)]	★★★★★	0,40	0,10	538.399	-3,49
<b>Db X-Trackers Ii Iboxx Euro High Yield Bond Short Daily Ucits Etf (LU1109944352)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (103,08%) Swap (-3,08%)]	★★★★★	0,35	0,69	513.486	-
<b>iShares \$ Short Duration High Yield Corporate Bond Ucits Etf (IE00BCRY6003)</b> [N/P]	★★★★★	0,45	0,25	348.807	-8
<b>Db X-Trackers Ii Iboxx Euro High Yield Bond 1-3 Ucits Etf (LU1109939865)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,76%) Swap (0,24%)]	★★★★★	0,35	0,55	314.178	-
<b>iShares Global High Yield Corp Bond Ucits Etf (IE00B74DQ490)</b> [N/P]	★★★★★	0,50	0,31	312.858	-
<b>DEBITO GOVERNATIVO</b>					
<b>iShares Euro Government Bond 3-5Yr Ucits Etf (IE00B1FZS681)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (45,74%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,06	2.972.386	1,45
<b>Lyxor Etf Euromts Highest Rated Macro-Weighted Govt Bond (FR0010820258)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,17	0,10	2.109.348	1
<b>Amundi Etf Govt Bond Lowest Rated Euromts Investment Grade Ucits Etf C (FR0010892190)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,07%) Swap (-0,07%)]	★★★★★	0,14	0,07	1.718.679	1,00
<b>iShares Usd Treasury Bond 1-3 Ucits Etf (IE00B14X4S71)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (46,54%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,11	1.473.903	-3,85
<b>Lyxor Etf Euromts 3-5Y Investment Grade - Eur (FR0010037234)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,17	0,06	1.247.983	1
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Germany 7-10 Ucits Etf (LU0730820569)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (107,12%) Swap (-7,12%)]	★★★★★	0,15	0,06	1.218.227	2,06
<b>Lyxor Etf Sgi Daily Double Short Bund (FR0010869578)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,20	0,05	1.048.183	-9
<b>iShares Usd Treasury Bond 7-10Yr Ucits Etf (IE00B1FZS798)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (45,84%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,07	941.259	-1,26
<b>iShares Euro Government Bond 1-3Yr Ucits Etf (IE00B14X4Q57)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (33,91%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,09	892.989	0,40
<b>Lyxor Ucits Etf Euromts Global Investment (FR0010028860)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,17	0,07	876.730	1
<b>Lyxor Etf Daily Double Short Btp Etf (FR0011023621)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,40	0,06	850.092	-11
<b>Ubs-Etf Barclays Capital Us 1-3 Year Treasury Bond (LU0721552544)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,20	0,23	765.915	-3,87
<b>Amundi Etf Govt Bond Euromts Broad Investment Grade 10-15 Ucits Etf (C) (FR0010754143)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,06%) Swap (-0,06%)]	★★★★★	0,14	0,07	698.146	1
<b>Lyxor Etf Euromts 7-10Y Investment Grade - Eur (FR0010411439)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,17	0,08	571.830	2,93
<b>db X-Trackers Ii Mts Ex-Bank Of Italy Btp Ucits Etf (LU0613540185)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (101,65%) Swap (-1,65%)]	★★★★★	0,20	0,17	533.540	2,04
<b>Db X-Trackers Ii Iboxx Sovereigns Eurozone Yield Plus 1-3 Ucits Etf (LU0925589839)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,51%) Swap (0,49%)]	★★★★★	0,15	0,07	529.945	0,52
<b>iShares Italy Government Bond Ucits Etf (IE00B7LW6Y90)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (2,88%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,12	521.001	2,07
<b>Lyxor Etf Euromts 1-3Y Investment Grade - Eur (FR0010222224)</b> [Fisica Completa]	★★★★★	0,17	0,05	501.368	0,21
<b>Lyxor Etf Mts Btp 1-3Y Italy Government Bond (FR0011313741)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,17	0,06	467.352	0,53
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Sovereigns Eurozone 5-7 Ucits Etf (LU0290357176)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (97,76%) Swap (2,24%)]	★★★★★	0,15	0,10	448.761	2,31
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Sovereigns Eurozone 3-5 Ucits Etf (LU0290356954)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,14%) Swap (-0,14%)]	★★★★★	0,15	0,07	427.568	1,44
<b>iShares Euro Government Bond 15-30Yr Ucits Etf (IE00B1FZS913)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (20,49%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,13	396.778	-1,15
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Sovereigns Eurozone 1-3 Ucits Etf (LU0290356871)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,72%) Swap (0,28%)]	★★★★★	0,15	0,04	393.205	0,31
<b>Lyxor Ucits Etf Btp 10Y - Mts Italy Government Bond (FR0011548106)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,17	0,11	390.528	3,39
<b>Amundi Etf Govt Bond Highest Rated Euromts Investment Grade Ucits Etf C (FR0010930636)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,3%) Swap (-0,3%)]	★★★★★	0,14	0,06	372.882	0,48
<b>Boost Us Treasuries 10Y 3X Short Daily Etp (IE00BKS8QT65)</b> [Sintetica Fudged: con Swap (100%) (collaterale 107%)]	★★★★★	0,30	0,21	364.017	-13,82
<b>iShares Euro Government Bond 7-10Yr Ucits Etf (IE00B1FZS806)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (38,96%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,07	346.831	2,63
<b>Db X-Trackers Ii Global Sovereign Ucits Etf 1 c-Eur (LU0378818131)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,68%) Swap (-0,68%)]	★★★★★	0,25	0,17	337.372	2,31
<b>db X-Trackers Ii - Iboxx Sovereigns Eurozone 25+ Ucits Etf (LU0290357846)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (115,46%) Swap (-15,46%)]	★★★★★	0,15	0,23	313.364	-3,38
<b>db X-Trackers Ii Iboxx ? Sovereigns Eurozone Yield Plus Ucits Etf (LU0524480265)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (102,63%) Swap (-2,63%)]	★★★★★	0,15	0,10	312.750	1,53
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Sovereigns Eurozone Ucits Etf (LU0290355717)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (101,3%) Swap (-1,3%)]	★★★★★	0,15	0,09	308.230	0,95
<b>Amundi Etf Govt Bond Lowest Rated Investment Grade Government Capped 1-3 (FR0011807015)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,11%) Swap (-0,11%)]	★★★★★	0,14	0,05	304.450	0,38
<b>Lyxor Ucits Etf Daily Double Short 10Y Us Treasury - C Usd (FR0011607084)</b> [N/P]	★★★★★	0,20	0,10	286.245	-10,25
<b>Lyxor Etf Euromts 5-7Y Investment Grade - Eur (FR0010411413)</b>					

STRUMENTO	RATING	COMM	SPREAD	CTV	PERF
	1-5	TOT %	BID/ASK	MEDIO	ANNO
	STELLE	ANNO	%	30GG €	%
[Fisica Completa]	★★★★★	0,17	0,06	279.107	2,36
<b>DEBITO SOCIETARIO</b>					
<b>iShares Euro Corporate Bond Large Cap Ucits Etf (IE0032523478)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (7,57%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,07	3.561.923	0,78
<b>iShares Core Euro Corporate Bond Ucits Etf (IE00B3F81R35)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (7,84%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,06	2.032.157	0,61
<b>Lyxor Etf Euro Corporate Bond Ex Financials (FR0010814236)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,20	0,25	1.086.146	1,83
<b>iShares \$ Corporate Bond Ucits Etf (IE0032895942)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (0,68%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,12	989.466	-2,81
<b>Amundi Etf Euro Corporates Ucits Etf C (FR0010754119)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,35%) Swap (-0,35%)]	★★★★★	0,16	0,12	836.060	1,50
<b>Lyxor Etf Euro Corporate Bond (FR0010737544)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,20	0,19	755.912	1,31
<b>Amundi Etf Floating Rate Euro Corporate 1-3 Ucits Etf (FR0012005734)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,17%) Swap (-0,17%)]	★★★★★	0,18	0,07	588.665	-0,15
<b>iShares Euro Corporate Bond Interest Rate Hedged Ucits Etf (IE00B6X2VY59)</b> [N/P]	★★★★★	0,25	0,08	450.314	-1,22
<b>iShares Euro Ultrashort Bond Ucits Etf (IE00BCRY6557)</b> [N/P]	★★★★★	0,20	0,05	438.852	0,13
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Liquid Corporate Ucits Etf (LU0478205379)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (98,89%) Swap (1,11%)]	★★★★★	0,20	0,40	438.728	0,67
<b>Amundi Etf Euro Corporate Ex Financials Iboxx Ucits Etf C (FR0011020940)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,35%) Swap (-0,35%)]	★★★★★	0,16	0,13	379.472	1,70
<b>Amundi Etf Euro Corporate Financials Iboxx Ucits Etf C (FR0011020957)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,4%) Swap (-0,4%)]	★★★★★	0,16	0,12	373.229	0,95
<b>iShares Euro Covered Bond Ucit Etf (IE00B3B8Q275)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (6,65%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,20	0,10	289.864	0,66
<b>EMERGENTE</b>					
<b>iShares Emerging Markets Local Government Bond Ucits Etf (IE00B5M4WH52)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (5,24%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,50	0,20	2.181.820	-7,39
<b>iShares J.P. Morgan \$ Emerging Markets Bond Ucits Etf (IE00B2NPKV68)</b> [Fisica a Campione: prestito titoli (13,94%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,45	0,15	2.151.452	-1,13
<b>db X-Trackers Ii Emerging Markets Liquid Eurobond Ucits Etf (LU0321462953)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (103,5%) Swap (-3,5%)]	★★★★★	0,55	0,44	401.731	1,10
<b>Amundi Etf Global Emerging Bond Markt Iboxx Ucits Etf (C) (FR0010959668)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,46%) Swap (-0,46%)]	★★★★★	0,30	0,35	307.604	-1,98
<b>INFLAZIONE</b>					
<b>db X-Trackers Ii Iboxx Euro Inflation-Linked Ucits Etf (LU0290358224)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,71%) Swap (0,29%)]	★★★★★	0,20	0,23	1.322.706	-2,37
<b>iShares Euro Inflation Linked Government Bond Ucits Etf (IE00B0M62X26)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (44,88%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,25	0,11	739.014	-2,48
<b>Lyxor Etf Euromts Inflation Linked Investment Grade - Eur (FR0010174292)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,20	0,15	689.071	-2,22
<b>Amundi Etf Euro Inflation Ucits Etf (FR0010754127)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,36%) Swap (-0,36%)]	★★★★★	0,16	0,12	602.988	-2,35
<b>iShares \$ Tips Ucits Etf (IE00B1FZSC47)</b> [Fisica Completa: prestito titoli (41,59%) e collaterale (102,5%-112%)]	★★★★★	0,25	0,13	578.247	-3,60
<b>ALTERNATIVO</b>					
<b>VOLATILITÀ</b>					
<b>Lyxor Etf S&amp;P 500 Vix Futures Enhanced Roll C-Eur (LU0832435464)</b> [N/P]	★★★★★	0,60	1,37	502.576	-20,03
<b>MONETARIO</b>					
<b>DEBITO GOVERNATIVO</b>					
<b>Lyxor Etf Euro Cash Euromts Eonia Investable (FR0010510800)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,00	0,01	3.023.878	-0,17
<b>Lyxor Ucits Etf Smart Cash C-Eur (LU1190417599)</b> [N/P]	★★★★★	0,05	0,00	1.034.311	-
<b>db X-Trackers Ii Mts Ex-Bank Of Italy Bot Ucits Etf (LU0613540268)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,58%) Swap (0,42%)]	★★★★★	0,15	0,03	859.242	-0,09
<b>Amundi Etf Cash 3 Months Euromts Investment Grade Ucits Etf C (FR0010754200)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100,16%) Swap (-0,16%)]	★★★★★	0,14	0,04	635.096	-0,35
<b>db X-Trackers Ii Eonia Ucits Etf (LU0290358497)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (113,05%) Swap (-13,05%)]	★★★★★	0,15	0,00	542.658	-0,30
<b>VALUTA</b>					
<b>Etf 3X Long Usd Short Eur (JE00B3QQ4551)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (107%) Swap (100%)]	★★★★★	0,98	0,11	2.334.983	-15,96
<b>db X-Trackers Ii - Fed Funds Effective Rate Ucits Etf (LU0321465469)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (99,78%) Swap (0,22%)]	★★★★★	0,15	0,16	1.650.084	-4,46
<b>Etf 3X Short Usd Long Eur (JE00B3TK772)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (107%) Swap (100%)]	★★★★★	0,98	0,16	1.491.978	3,34
<b>Etf 5X Long Usd Short Eur (JE00BMM1XC77)</b> [N/P]	★★★★★	0,98	0,22	913.708	-28,57
<b>Etf 5X Short Usd Long Eur (JE00BMM1XD84)</b> [N/P]	★★★★★	0,98	0,31	365.016	0,78
<b>db X-Trackers Ii Australian Dollar Cash Ucits Etf (LU0482518031)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (104,19%) Swap (-4,19%)]	★★★★★	0,20	0,32	306.136	-2,12
<b>MATERIE PRIME</b>					
<b>DIVERSIFICATO</b>					
<b>Lyxor Etf Commodities Crb (FR0010270033)</b> [Sintetica Unfunded: basket sostitutivo (100%) Swap (0%)]	★★★★★	0,35	0,15	754.706	-23,80
<b>ENERGIA</b>					
<b>Etf Wti Crude Oil (GBO0B15KXV33)</b> [Sintetica Fudged: con Swap (100%) (collaterale 101%)]	★★★★★	0,49	0,10	7.230.197	-45,31
<b>Etf Brent 1Mth Oil Securities (GBO0BOCTWC01)</b> [Sintetica Fudged: con Swap (100%)]	★★★★★	0,49	0,10	846.051	-43,32
<b>Etf Brent Crude (JE00B78CGV99)</b> [Sintetica Fudged: con Swap (100%) (collaterale 101%)]	★★★★★	0,49	0,20	802.161	-43,48
<b>Etf Daily Hedged Wti Crude Oil (JE00B44F1611)</b> [Sintetica Fudged: con Swap (100%) (collaterale 108%)]	★★★★★	0,49	0,28	654.893	-43,25
<b>Etf</b>					

## INDICI &amp; NUMERI

## FONDI IMMOBILIARI

a cura di **NORISK**

## Qualche timido recupero primaverile a Piazza Affari

■ Dopo un difficile inizio 2016, i fondi chiusi immobiliari quotati a Piazza Affari hanno ottenuto un discreto rimbalzo borsistico nell'ultimo mese.

Tra i migliori segnaliamo il fondo Polis (+10,1%), Invest Real Security (+9,6%) e il fondo Atlantic 2 (+7,9%). E il rialzo del fondo Delta, di uguale intensità, è stato anche accompagnato da volumi abbastanza sostenuti.

Non approfitta della fase di recupero invece il fondo Atlantic 1, che nello stesso periodo ha subito una contrazione del 4,5% e, soprattutto, ha portato il calo delle quotazioni da inizio anno a -13 per cento.

Anche il fondo UniCredito Immobiliare Uno, gestito da Torre Sgr, ha registrato volumi trattati su livelli interessanti, peraltro in linea con un saldo da inizio anno positivo (+4,6%).

Il record dello sconto rispetto al NAV è assegnato al fondo BNL Immobiliare Dinamico (71%), portando così la perdita del 2016 a -6%.

Il fondo Investietico ha perfezionato la vendite dell'immobile sfitto di Via Casati a Milano per un importo pari a 4,9 milioni di euro, quasi la metà di quanto sborsato nel lontano 2008 all'atto dell'acquisto.

Il fondo Polis, invece, ha ceduto un immobile romano per 13 milioni di euro, un importo ben inferiore al valore di carico di 22 milioni di euro, confermando anche in questo caso come i valori immobiliari associati a prezzi di acquisto elevati abbiano prodotto risultati abbastanza disastrosi, pur con l'attenuante della perdurante crisi economica.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## PROSSIMA SETTIMANA

Focus sui rendimenti dei fondi alternativi

FONDI CHIUSI QUOTATI DATI AL 07/04/2016 NOME FONDO E SCADENZA	PREZZO	NAV (1)	SCONTO (2)	CANONI/ VALORE IMMOB (3)	DIV 12M/ PREZZO (4)	CONTROV SETTIM EURO (5)	RENDIM ANNUO PREZZO (6)	RENDIM ANNUO NAV (7)	RENDIM 1SETT	RENDIM 2015	DATA SCADENZA MASSIMA	RENDIM ANNUO (8)
Atlantic 1 (12/2019)	277,00	472,000	-41,3	+10,7	+9,8	247366	+2,40	+6,04	-2,33	-13,11	12/2022	+8,2
Atlantic 2 (12/2018)	105,00	157,000	-33,5	+7,7	—	6125	+7,69	+8,70	-1,60	-10,15	12/2018	+16,1
Estense G.D. (12/2016)	682,00	885,000	-22,9	+11,0	—	19645	+3,23	+3,79	-3,88	-0,43	12/2016	+29,7
Europa Imm. 1 (12/2017)	1079,00	1347,000	-19,9	+14,9	—	205926	-3,79	-2,29	+1,12	+5,31	12/2017	+13,6
FondoAlpha (06/2019)	1030,00	3336,000	-69,1	+24,9	—	58214	+1,76	+7,03	—	-6,36	12/2030	+8,3
FondoBeta (02/2017)	112,00	220,000	-49,1	+22,0	+24,1	204854	+7,71	+8,53	-1,75	-17,53	12/2017	+47,7
FondoDelta (12/2017)	44,00	92,000	-51,7	+18,1	—	481203	-7,55	-0,42	-0,56	+2,19	12/2017	+52,2
Imm. dinamico (12/2020)	55,00	190,000	-70,9	+13,2	—	222599	-11,09	-1,43	-0,81	-6,11	12/2023	+17,3
Immobiliario 2001 (12/2017)	1834,00	3739,000	-50,9	+10,2	—	16156	-2,04	+1,63	+1,89	-8,39	12/2022	+11,2
Invest Real Sec. (12/2016)	854,00	1378,000	-38,1	+11,5	—	49343	-5,12	-2,19	+0,65	+7,71	12/2016	+61,5
Investietico (12/2018)	1305,00	1894,000	-31,1	+10,0	—	207125	+2,64	+4,01	-3,83	-0,64	12/2018	+14,6
Med. RE - A (12/2021)	3,00	6,000	-51,9	+14,2	—	6037	-5,69	+1,36	-2,20	-1,85	12/2027	+6,4
Med. RE - B (12/2021)	2,00	4,000	-48,2	+14,2	+6,7	93883	-3,63	+1,42	+2,00	-0,68	12/2027	+5,8
Obelisco (12/2018)	513,00	1378,000	-62,8	+8,8	—	12131	-12,84	-4,33	+3,01	-15,00	12/2018	+43,5
Polis (12/2018)	948,00	1609,000	-41,1	+11,1	—	124871	-0,54	+1,88	-2,27	+7,12	12/2020	+11,8
Portfolio Imm. (12/2016)	534,00	794,000	-32,8	+12,0	—	96783	-1,22	-0,20	-1,75	-6,57	12/2016	+48,9
RE Europa (12/2019)	1006,00	2183,000	-53,9	+18,4	+1,5	80635	-2,18	+1,78	+0,90	-2,86	12/2019	+23,1
RE Italia (12/2016)	824,00	2058,000	-60,0	+13,7	+2,4	88480	-0,29	+3,38	-1,02	-10,49	12/2021	+17,3
Risp. Imm.1 Energia (12/2018)	7000,00	3511,000	+99,3	+3,9	—	6855	-1,94	-8,51	-2,10	-0,64	12/2021	-11,3
Securfondo (12/2017)	976,00	1747,000	-44,2	+9,3	—	17877	+2,38	+4,09	+4,44	+0,48	12/2019	+16,9
Socrate (12/2017)	212,00	519,000	-59,3	+14,2	+3,3	77097	-7,36	+1,71	-0,94	-12,64	12/2020	+20,9
Tecla (12/2017)	128,00	233,000	-45,0	+11,9	—	21870	+8,58	+10,42	-2,44	-4,33	12/2017	+41,2
Unicredito Imm.1 (12/2017)	1131,00	1829,000	-38,1	+4,1	—	444375	+1,43	+2,94	+0,09	+4,61	12/2020	+10,7
Valore Imm. glob. (12/2019)	1213,00	2127,000	-43,0	+18,7	—	80371	-0,29	+1,09	+0,83	-1,22	12/2022	+8,7

(Norisk presta occasionalmente e autonomamente attività di consulenza a favore degli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di analisi)

## GUIDA ALLA LETTURA

(1) Ultimo Nav annuale disponibile (30/06/2015), rettificato per eventuali dividendi e rimborsi distribuiti.

(2) rapporto tra prezzo di mercato e Nav. (3) Canoni/ Valore immobili: è calcolato rapportando l'ultimo dato diffuso sui canoni annui e il valore degli immobili implicito nei prezzi di borsa. (4) Div.12m/prezzo: calcolato rapportando il dividendo cumulato negli ultimi 12 mesi rispetto all'ultimo prezzo disponibile. Eventuali distribuzioni di capitale non sono state computate, se debitamente comunicate e dettagliate. Diversi fondi hanno distribuito plusvalenze monetizzate derivanti dalla cessione di immobili e alcuni hanno posto in pagamento proventi riconducibili ad esercizi precedenti.

(5) Controvalore settimanale: somma del controvalore scambiato nelle ultime cinque sedute di borsa.

(6) Rendimento annuo da collocamento (prezzo): tasso annualizzato, tiene conto dei dividendi corrisposti con riferimento alla data di calcolo della tabella considerando come valore di uscita l'ultimo prezzo di mercato.

(7) Rendimento annuo da collocamento (Nav): tasso annualizzato, tiene conto dei dividendi corrisposti con riferimento alla data di calcolo della tabella considerando come valore di uscita l'ultimo Nav rettificato.

(8) Rendimento annuo: è calcolato ipotizzando l'ultimo prezzo di borsa come valore di entrata e l'ultimo NAV rettificato come quello di uscita alla data di scadenza massima, non considerando nel computo alcun provento distribuito (dividendi e rimborsi).

I rendimenti a una settimana e 2015: scostamenti dei prezzi di borsa tenuto conto di eventuali dividendi distribuiti.

## SOCIETE GENERALE — (rating: A / A2 / A) —

MESSAGGIO PUBBLICITARIO

## OBBLIGAZIONI IN DOLLARO USA QUOTATE SU BORSA ITALIANA (EURO MOT) E SU EURO TLX



Con un minimo del 2% e massimo del 4% Callability ogni anno\*

Libor USD 3 mesi + 1% con un minimo dello 0% e massimo del 5,25% dal 3° al 10° anno

Libor USD 3 mesi +0,25% con un minimo dello 0% e massimo del 5% dal 4° al 12° anno

Libor USD 3 mesi con un minimo del 1,25% e massimo del 5% dal 3° al 8° anno

Libor USD 3 mesi con un minimo del 2% e massimo del 4,50% dal 3° al 10° anno

Le obbligazioni sono emesse e regolate in Dollaro USA: il pagamento delle cedole ed il rimborso a scadenza del 100% del Valore Nominale, così come le operazioni di acquisto e vendita sul mercato secondario avvengono in Dollaro USA. Il rendimento effettivo dell'investimento non è pre-determinato e dipende, tra l'altro, dal tasso Libor USD 3 mesi e dal prezzo di acquisto delle obbligazioni nonché, in caso di disinvestimento prima della data di scadenza, dal relativo prezzo di vendita. Le obbligazioni in Dollaro USA non sono a capitale garantito in Euro e, nel caso in cui l'investitore volesse convertire i flussi in Euro, il rendimento dipenderà dal tasso di cambio tra l'Euro ed il Dollaro USA.

Queste obbligazioni espongono l'investitore al rischio di credito di Societe Generale (rating: Standard & Poor's A / Moody's A2 / Fitch A)<sup>1</sup>. Per una descrizione esaustiva del prodotto si rinvia al Prospetto di Base, ai Supplementi e alle Condizioni Definitive.

\* Relativamente all'obbligazione XS1265960739, ogni anno, l'emittente può, a sua discrezione, liquidarla in anticipo con un rimborso pari al 100% del Valore Nominale. Questa facoltà viene esercitata dall'emittente in funzione dei parametri di mercato e potrebbe verificarsi anche in uno scenario in cui il dollaro USA si sia deprezzato rispetto all'Euro (caso sfavorevole per l'investitore che intende convertire i flussi in Euro).

Le cedole annue sono al lordo dell'effetto fiscale. Il pagamento è effettuato su base trimestrale

Maggiori informazioni disponibili su:

[www.bonds.societegenerale.it](http://www.bonds.societegenerale.it) | Numero verde: 800 790 491

**SOCIETE GENERALE**

<sup>1</sup> Al 31/03/2016

Rating Stati Uniti<sup>1</sup>: Standard & Poor's AA+, Moody's Aaa e Fitch AAA

Le obbligazioni sono soggette alle disposizioni della Direttiva 2014/59/UE in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi, a seguito della cui applicazione l'investitore potrebbe incorrere in una perdita parziale o totale del capitale investito (esempio bail-in). Questo è un messaggio pubblicitario e non costituisce sollecitazione, offerta, consulenza o raccomandazione all'investimento. Prima dell'investimento leggere attentamente il pertinente Prospetto di Base approvato dalla CSSF, i Supplementi e le pertinenti Condizioni Definitive (Final Terms) disponibili sul sito internet <http://prospectus.socgen.com> e presso la sede di Societe Generale a Milano (via Olona 2), ove sono illustrati in dettaglio il meccanismo di funzionamento, i fattori di rischio ed i costi.

INDICI & NUMERI

a cura di  Consultique  
Fee-Only Financial Planners

FONDI PENSIONE APERTI

GUIDA ALLA LETTURA

**Performance %:** è calcolata al netto delle tasse e delle commissioni. Le performance pubblicate non tengono conto di eventuali garanzie di rendimento o di capitale che le singole società assicurano alla scadenza. Data dell'ultima variazione della quota.

**Data:** data dell'ultima variazione della quota a cui si riferisce il calcolo delle performance.

**Assogestioni:** AZ: azionari; BA: bilanciati azionari; BB: bilanciati; BO: bilanciati obbligazionari; OB: obbligazionari; MO: monetari; FL: flessibili.

**Caratteristiche del Rating Consultique:** l'insieme dei dati disponibili sui Fondi pensione Aperti confluisce in un indicatore sintetico delle qualità del Fondo, ovvero il rating elaborato da Consultique, espresso con un numero di stelle (da una a cinque), utile per una prima selezione dei Fondi Pensione Aperti.

Elementi chiave per l'attribuzione di un rating sono l'esistenza del Fondo e dei relativi dati da almeno tre anni, nonché la sua possibilità di inserimento in una delle categorie elaborate da Assogestioni,

caratterizzate da politiche omogenee di investimento. Inoltre è indispensabile la presenza del prospetto aggiornato con gli ISC dichiarati. Il punteggio permetterà un ordinamento tra i Fondi Pensione Aperti aventi le stesse caratteristiche di gestione finanziaria e terrà conto dell'impatto dei costi (ISC), dei risultati (misurati dalla performance e da una terza variabile rappresentata da elementi di carattere qualitativo attraverso l'utilizzo di una media ponderata. I pesi dati ai costi, alle performance ed agli elementi di carattere qualitativo, tengono conto delle valutazioni dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultique in merito alla loro rilevanza.

In tabella sono riportati i prodotti con un rating riferito alle adesioni individuali.

Consultique elabora anche un rating per le adesioni collettive, che considera la fascia corrispondente ad una collettività di 50 dipendenti, che rendiamo disponibile nella versione online della tabella resa disponibile sul sito [www.ilsole24ore.com/indicinumeri](http://www.ilsole24ore.com/indicinumeri)

**C** Con garanzia di capitale. **R** Con garanzia di rendimento. **K** Con garanzia di rendimento e capitale.

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>ALLEANZA ASSICURAZIONI</b>						
A Z	AlMeglio Azionario	★★★★★	04.04	-4,27	26,01	13,82
B B	AlMeglio Bilanciato	★★★★★	04.04	-1,98	21,10	10,73
O B	AlMeglio Obbligaz.	★★★★★	04.04	-0,54	16,20	9,06

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>AMUNDI A. M.</b>						
<b>SecondaPensione F.P.A.</b>						
M O	SP Difensiva	★★★★★	31.03	-0,68	7,32	11,24
A Z	SP Espansione	★★★★★	31.03	-8,31	24,25	22,62
F L	SP Garantita	★★★★★	31.03	-2,53	8,88	8,30
B O	SP Progressiva	★★★★★	31.03	-3,55	23,70	20,25
B O	SP Sicurezza	★★★★★	31.03	-2,30	16,24	13,31
B B	SP Sviluppo	★★★★★	31.03	-5,81	25,99	24,36

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>ARCA</b>						
<b>Arca Previdenza</b>						
A Z	Linea Alta Crescita	★★★★★	31.03	-5,22		22,17
B B	Linea Crescita	★★★★★	31.03	-1,47		21,12
B O	Linea Obiettivo TFR	★★★★★	31.03	-0,63		2,44
B O	Linea Rendita	★★★★★	31.03	0,27		18,87

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>AVIVA</b>						
<b>Aviva</b>						
B A	L.Inv. Azionaria	★★★★★	31.03	-7,65		18,52
B B	L.Inv. Bilanciata	★★★★★	31.03	-3,83		20,25
O B	L.Inv. Gar.Rend.Mn.Pres	★★★★★	31.03	-1,21	19,11	18,31
B O	L.Inv. Gar.Rest.Capitale	★★★★★	31.03	-1,47		19,65
B O	L.Inv. Obbligazionaria	★★★★★	31.03	-2,34		21,41
<b>Aviva Ass. V. UBI Prev.</b>						
B A	Comparto Aggressivo Cl.C	★★★★★	24.03	-6,52	23,06	27,04
B A	Comparto Aggressivo Cl.I	★★★★★	24.03	-6,89	25,98	25,45
B O	Comparto Capital.Sicuro	★★★★★	24.03	-1,10	2,73	3,14
B B	Comparto Dinamico Cl.I	★★★★★	24.03	-4,43		19,88
O B	Comparto Garantito	★★★★★	24.03	-0,29	4,18	1,69
B O	Comparto Moderato Cl.I	★★★★★	24.03	-2,31		14,10
B O	Comparto Prudente Cl.I	★★★★★	24.03	-0,90		10,57

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>AXA ASSICURAZIONI</b>						
M O	Comparto Conservativo	★★★★★	04.04	-0,51		-0,90
B A	Comparto Dinamico	★★★★★	04.04	-10,22		13,51
B O	Comparto Equilibrato	★★★★★	04.04	-7,50		10,32
B O	Comparto Garantito	★★★★★	04.04	-0,96		1,59
B O	Comparto Prudente	★★★★★	04.04	-3,30	16,69	12,66

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>AXA MPS ASSICURAZIONI VITA</b>						
<b>Axa MPS Previdenza in Azienda</b>						
B B	Linea Combinata	★★★★★	15.03	-2,82	29,48	23,68
B O	Linea Equilibrato	★★★★★	15.03	-1,29	25,10	15,66
B O	Linea Sicura	★★★★★	15.03	-1,00	2,80	0,69
B A	Linea Sviluppo	★★★★★	15.03	-4,44	31,82	29,41
O B	Linea Tenuta	★★★★★	15.03	0,12	18,40	3,41
<b>Axa MPS Previdenza per Te</b>						
B A	Linea Crescita	★★★★★	15.03	-4,87	31,82	28,10
B O	Linea Garantita	★★★★★	15.03	-1,33	2,80	-0,43
B B	Linea Mista	★★★★★	15.03	-3,27	29,48	22,07
O B	Linea Moneta	★★★★★	15.03	-0,12	18,40	2,57
B O	Linea Stabilità	★★★★★	15.03	-1,60	25,10	14,41

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>AZIMUT PREVIDENZA</b>						
B A	Comparto Crescita	★★★★★	31.03	-13,56		4,92
B B	Comparto Equilibrato	★★★★★	31.03	-8,07		8,49
B O	Comparto Garantito	★★★★★	31.03	-1,28		10,41

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>BAP VITA E PREVIDENZA</b>						
<b>Bap Pensione 2007</b>						
B O	Linea Equilibrio	★★★★★	29.02	-4,54	15,14	6,77
B O	Linea Equilibrio A	★★★★★	29.02	-3,96	15,14	8,52
B A	Linea Investimento	★★★★★	29.02	-11,56	11,25	7,92
O B	Linea TFR	★★★★★	29.02	-0,42	8,10	2,25

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>BCC RISPARMIO &amp; PREVIDENZA</b>						
A Z	Aureo comparto az.	★★★★★	31.03	-5,67	29,29	19,57
B B	Aureo comparto bil.	★★★★★	31.03	-2,77	20,96	13,40
M O	Aureo comparto gar.	★★★★★	31.03	-0,31		0,20
O B	Aureo comparto obbl.	★★★★★	31.03	0,20	11,08	4,92

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>BIM VITA</b>						
B B	Bim Vita Bil. Globale	★★★★★	29.02	-6,87	10,17	12,27
O B	Bim Vita Bond	★★★★★	29.02	0,49	14,60	10,69
B O	Bim Vita Equilibrio	★★★★★	29.02	-1,77	13,76	10,82
A Z	Bim Vita Equity	★★★★★	29.02	-10,70	9,44	19,04

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>CASSA CENTRALE RAIFFEISEN</b>						
<b>Raiffeisen F.P.A.</b>						
B O	Linea Activity	★★★★★	15.03	-2,34	17,70	15,95
B A	Linea Dynamic	★★★★★	15.03	-6,20	12,31	16,27
O B	Linea Safe	★★★★★	15.03	0,27	21,06	13,51

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>CREDEMPREVIDENZA</b>						
A Z	Comparto Azionario A	★★★★★	31.03	-6,54	29,98	23,61
B B	Comparto Bilanciato A	★★★★★	31.03	-3,10	27,92	22,70
B O	Comparto Obb. Gar. A	★★★★★	31.03	-0,23	24,68	19,42

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>CRÉDIT AGRICOLE VITA</b>						
A Z	Taro	★★★★★	31.03	-4,82	32,47	24,42
B O	Ticino	★★★★★	31.03	-1,37		13,41
B B	Trebbia	★★★★★	31.03	-3,81	33,26	25,33

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>CREDITRAS VITA</b>						
<b>Unicredit</b>						
A Z	Linea Dinamica	★★★★★	05.04	-13,11	33,19	12,51
B B	Linea Serena	★★★★★	05.04	-4,70	27,30	17,14
O B	Linea Sicura	★★★★★	05.04	-0,67	4,11	0,36
B O	Linea Tranquilla	★★★★★	05.04	0,07	21,68	15,75

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>HDI ASSICURAZIONI</b>						
<b>F.P.A. Azione di Previdenza</b>						
A Z	Linea Dinamica	★★★★★	15.03	-3,90	16,18	24,70
B O	Linea Equilibrata	★★★★★	15.03	-2,61	6,87	17,35
B O	Linea Garantita	★★★★★	15.03	-0,21	0,95	14,45
O B	Linea Prudente	★★★★★	15.03	-0,55	0,16	12,14

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>INTESA SANPAOLO VITA</b>						
<b>F.P.A. Giustiniano</b>						
B A	Giustiniano Azionaria	★★★★★	31.03	-6,07	30,87	23,48
B O	Giustiniano Bilanciata	★★★★★	31.03	-2,70	27,10	20,76
O B	Giustiniano Monetaria	★★★★★	31.03	0,03	4,35	3,10
O B	Giustiniano Obbligaz.	★★★★★	31.03	1,21	39,62	15,98
B O	Giustiniano TFR +	★★★★★	31.03	-1,08	4,67	3,94
<b>F.P.A. PrevidSystem</b>						
B O	Accumulazione Bilan.	★★★★★	31.03	-3,61	21,27	15,59
B O	Crescita Dinamica	★★★★★	31.03	-1,05	14,55	10,80
B O	Crescita Prudente	★★★★★	31.03	-0,21	10,95	8,11
B A	Rivalutazione Azionaria	★★★★★	31.03	-7,17	26,97	19,71
B O	TFR +	★★★★★	31.03	-1,18	4,67	3,67
<b>F.P.A. Il Mio Domani</b>						
B O	Linea Breve Termine	★★★★★	31.03	-0,69	1,31	1,49
A Z	Linea Lungo Termine	★★★★★	31.03	-3,61		18,11
B B	Linea Medio Termine	★★★★★	31.03	-2,60	9,72	8,45
B O	Linea TFR	★★★★★	31.03	-0,31	4,67	4,11

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>ITAS VITA</b>						
<b>F.P.A. PensPlan Plurifonds</b>						
A Z	ActivITAS	★★★★★	15.03	-5,91	31,26	18,19
B O	AequITAS	★★★★★	15.03	-1,31	27,93	18,75
B O	SecurITAS	★★★★★	15.03	-0,54	4,18	5,81
O B	SerenITAS	★★★★★	15.03	-1,31	20,98	10,94
B B	SolidITAS	★★★★★	15.03	-4,04	27,83	15,64

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>PENSPLAN INVEST SGR</b>						
<b>PensPlan Profi F.P.A.</b>						
B B	Comparto Linea A	★★★★★	15.03	-2,33	28,05	16,39
B O	Comparto Linea B	★★★★★	15.03	-0,99	19,78	12,07
O B	Comparto Linea C	★★★★★	15.03	0,56	4,07	3,22

CATEG	FONDI	RATING INDIVID	DATA	PERF % 1 ANNO	BENCH 3 ANNI	PERF % 3 ANNI
<b>PIONEER INVESTMENT MGMT</b>						
<b>Pioneer Futuro</b>						
A Z	Comparto Azionario	★★★★★	29.02	-9,05	29,79	18,06
B B	Comparto Bilanciato	★★★★★	29.02	-5,45	24,35	17,30
B O	Comparto DT 2020	★★★★★	29.02	-1,38	19,44	13,02
B B	Comparto DT 2025	★★★★★	29.02	-2,19	31,78	16,08
B B	Comparto DT 2030	★★★★★	29.02	-3,57	34,18	16,28
B A	Comparto DT 2035	★★★★★	29.02	-4,54	34,18	15,85
M O	Comparto Garantito	★★★★★	29.02	-0,54	1,61	4,09
B O	Comparto Ob. Br.Periodo	★★★★★	29.02	0,06	24,59	3,72
O B	Comparto Ob. Reale	★★★★★	29.02	-1,22	13,36	3,02
B O	Comparto Prudente	★★★★★	29.02	-2,86	18,11	11,83

MESSAGGIO PUBBLICITARIO

# ETF OBBLIGAZIONARI

## COSTI ANNUI (TER) DA

# 0,07%

Lyxor\* ha ridotto il costo (TER) di 4 ETF Obbligazionari in USD (3 U.S. Treasury e 1 Corporate Bond IG) a **0,07%** e a **0,09%** all'anno.

In un contesto di tassi bassi, i costi diminuiscono significativamente le prospettive di performance degli ETF Obbligazionari e, pertanto, Lyxor ha realizzato un **range di ETF obbligazionari a basso costo** e, al contempo, liquidi e semplici. Gli ETF su obbligazioni in USD hanno **rendimenti interessanti** e sono esposti al rischio di cambio EUR/USD. I 3 ETF su U.S. Treasury sono a **Replica Fisica** completa, **senza prestito titoli**.

### GAMMA DI LYXOR ETF OBBLIGAZIONARI IN USD

Sottostante	Rendimento lordo <sup>(1)</sup>	Costo annuo (TER)	Nome ETF	Bloomberg (ISIN)
U.S. Treasury 1-3 anni (\$)	<b>0,99%</b>	<b>0,07%</b>	LYXOR UCITS ETF iBoxx \$ Treasuries 1-3Y (DR)	US13 IM (FR0010960955)
U.S. Treasury 5-7 anni (\$)	<b>1,67%</b>	<b>0,07%</b>	LYXOR UCITS ETF iBoxx \$ Treasuries 5-7Y (DR)	US57 IM (FR0010961011)
U.S. Treasury 10+ anni (\$)	<b>2,59%</b>	<b>0,07%</b>	LYXOR UCITS ETF iBoxx \$ Treasuries 10Y+ (DR)	US10 IM (FR0010961003)
Corporate Bond Investment Grade (\$)	<b>4,18%</b>	<b>0,09%</b>	LYXOR UCITS ETF USD Liquid Investment Grade Corporate Bonds	USIG IM (LU1285959703)
Titoli Stato di Paesi Emergenti (\$)	<b>5,30%</b>	<b>0,30%</b>	LYXOR UCITS ETF iBoxx \$ Liquid Emerging Markets Sovereigns	EMKTB IM (FR0010967323)
Liquidità - Smart Cash (\$)	<b>0,870%</b>	<b>0,155%</b>	LYXOR UCITS ETF Smart Cash USD	SMARTU IM (LU1248511575)

ASSET MANAGEMENT BY

# LYXOR

SOCIETE GENERALE GROUP

THE POWER TO PERFORM

ETFs & INDEXING • ACTIVE INVESTMENT STRATEGIES • INVESTMENT PARTNERS

(\*) I Lyxor ETF citati sono Fondi o Sicav francesi o lussemburghesi gestiti da Lyxor International Asset Management S.A. (qui per brevità "Lyxor") i cui prospetti sono stati approvati dalla AMF o dalla CSSF. Per la data di approvazione si rinvia ai Prospetti.

(1) Il rendimento citato non è garantito ed è al lordo dei costi (TER) dell'ETF, dei costi di negoziazione e degli oneri fiscali. Per l'ETF "SMARTU IM" è il rendimento stimato atteso, secondo la previsione di Lyxor, al 15/03/2016, sulla base di un Fed Fund a 0,37% e con un extra rendimento stimato di 0,50%. Per tutti gli altri ETF è il TRES - Tasso di Rendimento Effettivo a Scadenza (c.d. Yield to Maturity) dei bond dell'indice (fonte: www.markit.com, al 15/03/2016).

Il valore degli ETF citati può aumentare o diminuire nel corso del tempo e l'investitore potrebbe non essere in grado di recuperare l'intero importo originariamente investito.

Questo è un messaggio pubblicitario e non costituisce sollecitazione, offerta, consulenza o raccomandazione all'investimento. **Prima dell'investimento negli ETF citati leggere attentamente i Prospetti, i "KIID" ed i Documenti di Quotazione**, disponibili sul sito www.ETF.it e presso Société Générale, Listed Products, via Olona 2, 20123 Milano, dove sono illustrati in dettaglio i relativi meccanismi di funzionamento, i fattori di rischio ed i costi.