



# **Università degli Studi di Trento**

Facoltà di Economia

Corso di Laurea Triennale in  
Economia e Gestione Aziendale

Tesi di Laurea Triennale

## **IL MERCATO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA INDIPENDENTE E LE SUE PROSPETTIVE**

Relatore:

**Prof. Raoul Pisani**

Laureanda:

**Jessica Villa Bertè**

Anno accademico  
2008-2009



# Indice

<b>INDICE .....</b>	<b>3</b>
---------------------	----------

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>7</b>
---------------------------	----------

## CAPITOLO 1

### LA NORMATIVA VIGENTE ED IL MERCATO.

1.1	<i>Il quadro normativo di riferimento: la MiFID (Markets in Financial Instruments Directive ).....</i>	11
1.1.1	Il recepimento della normativa.....	11
1.2	<i>La nuova direttiva. ....</i>	16
1.2.1	Le caratteristiche principali e le novità introdotte. ....	16
1.2.2	Le sedi di negoziazione ammesse. ....	18
1.2.3	La trasparenza ed il Transaction reporting.....	20
1.2.4	Le figure organizzative e le regole procedurali. ....	22
1.3	<i>La consulenza come servizio autonomo.....</i>	24
1.3.1	Le informazioni necessarie a chi presta il servizio di consulenza. ....	25
1.3.2	La classificazione della clientela.....	26
1.4	<i>Le condizioni attuali del mercato.....</i>	28

## CAPITOLO 2

### CHE COS'È LA CONSULENZA FEE ONLY.

2.1	<i>Chi è il consulente fee only? .....</i>	31
2.1.1	Inquadramento normativo. ....	31
2.1.2	Le caratteristiche fondamentali del consulente fee only.....	32
2.1.3	L'onorario: le motivazioni.....	35
2.1.4	Descrizione di un consulente finanziario indipendente.....	37
2.2	<i>L'associazione dei consulenti ed il suo codice etico.....</i>	38
2.2.1	Gli otto principi generali che danno vita al codice etico. ....	39
2.3	<i>I servizi offerti dal consulente fee only. ....</i>	41
2.3.1	I servizi pensati per gli investitori privati.....	42
2.3.2	I servizi dedicati alle aziende.....	45

## CAPITOLO 3

### COSTI E RICAVI DEL CONSULENTE FEE ONLY.

3.1	<i>Come si diventa un consulente fee only. ....</i>	49
3.1.1.	I prerequisiti necessari per l'iscrizione all'Albo. ....	49
3.1.2.	Gli adempimenti prima di iniziare l'attività. ....	53

3.1.3.	Percorso di start up del consulente finanziario indipendente. ....	55
3.2	<i>L'assicurazione professionale obbligatoria.</i> .....	57
3.2.1.	Ulteriori strumenti per la copertura del patrimonio.....	59
3.3	<i>L'unica voce di ricavo del consulente: la parcella</i> .....	62
3.3.1.	Il calcolo della parcella. ....	62
3.4	<i>Costi e ricavi a confronto: il break even point.</i> .....	63
3.4.1.	Esempio di Business Plan. ....	64

## **CAPITOLO 4**

### **L'AMBIENTE DEL CONSULENTE FINANZIARIO INDIPENDENTE NELL'AREA DI RIFERIMENTO.**

4.1	<i>L'impatto della crisi finanziaria sul mercato.</i> .....	69
4.1.1	Le reazioni dei risparmiatori a livello nazionale. ....	71
4.2	<i>Le regioni di riferimento.</i> .....	74
4.3	<i>Le modalità di investimento dei risparmiatori.</i> .....	74
4.3.1	La regione Piemonte. ....	74
4.3.2	La regione Lombardia. ....	80
4.3.3	La regione Veneto. ....	84
4.3.4	La regione Friuli Venezia Giulia .....	88
4.3.5	La regione Trentino Alto Adige. ....	93
4.3.6	Confronto fra regioni. ....	101
4.4	<i>Le prospettive del mercato.</i> .....	104

## **CONCLUSIONI ..... 107**

## **BIBLIOGRAFIA ..... 111**

## **ALLEGATI ..... 115**

Tabella 4.1.....	115
Tabella 4.2.....	115
Tabella 4.3.....	116
Tabella 4.4.....	117
Tabella 4.5.....	117
Tabella 4.6.....	118
Tabella 4.7.....	120
Tabella 4.8.....	120
Tabella 4.9.....	121
Tabella 4.10.....	122
Tabella 4.11.....	122
Tabella 4.12.....	123
Tabella 4.13.....	124
Tabella 4.14.....	124

---

Tabella 4.15.....	124
Tabella 4.16.....	125
Tabella 4.17.....	126
Tabella 4.18.....	127
Tabella 4.19.....	127



# Introduzione

In un ambiente caratterizzato da un mercato in continua evoluzione, dove le asimmetrie informative danno luogo a varie speculazioni e situazioni poco chiare, dove gli investitori utilizzano sempre più diversi strumenti per la negoziazione, dove l'avvento di internet ha modificato il modo di agire e di rapportarsi con il mercato finanziario, dove una nuova normativa, ancora da comprendere a fondo, è stata introdotta, emerge una nuova figura di riferimento per i risparmiatori e per le imprese che intendono rapportarsi con il mercato finanziario. Questa nuova figura prende il nome di “consulente finanziario indipendente” e ha introdotto molte novità, tra cui l'introduzione della parcella professionale che rappresenta l'unica remunerazione del consulente, pagata dal cliente, in modo che il professionista agisca esclusivamente nell'interesse di quest'ultimo, mentre “tradizionalmente” accade che il promotore sia remunerato con le commissioni applicate ai prodotti venduti e quindi il servizio sarà prestato in conflitto di interesse.

Il presente lavoro è stato redatto con lo scopo di capire quali sono le caratteristiche principali della nuova figura proposta e quali potrebbero essere le prospettive future di essa.

Il lavoro è stato suddiviso in quattro capitoli.

Il primo capitolo introduce la normativa che regola il mercato finanziario, con le principali caratteristiche e novità introdotte. Si espongono le principali figure organizzative riconosciute e le sedi di negoziazione ammesse.

Il secondo capitolo prende in considerazione la vera e propria figura del consulente finanziario indipendente. Si propone un inquadramento e si descrivono le caratteristiche fondamentali della nuova figura professionale. Viene esposto il codice etico che ogni professionista, in quanto tale, deve seguire e vengono introdotti brevemente i servizi offerti da questa figura.

Nel terzo capitolo vengono illustrati i principali adempimenti ed i principali costi nel quale incorre un soggetto che vuole intraprendere la carriera di consulente finanziario. In questa parte si è cercato di compiere uno studio il più empirico possibile mediante la classificazione di dati di costo e di ricavo con lo scopo di calcolare il possibile punto di pareggio.

Infine, per quanto riguarda il quarto capitolo si è cercato di rappresentare, con l'aiuto di alcuni dati, l'ambiente nel quale si trova ad operare un consulente. Per questa ultima parte sono state considerate in particolare cinque regioni del Nord Est Italia che sono: Piemonte, Lombardia, Veneto, Friuli Venezia Giulia e Trentino Alto Adige. Dopo aver commentato i dati registrati nelle varie regioni prese singolarmente si è cercato di confrontare i dati registrati fra le varie aree geografiche considerate. Inoltre si è brevemente cercato di prevedere le possibili prospettive future del mercato ed in particolare della figura del consulente finanziario.

Per redigere questo lavoro è stata utilizzata una metodologia fondata sull'analisi della principale letteratura esistente e data la novità della figura professionale sono state effettuate interviste ad hoc con qualificati operatori professionali.

Al termine di questo lavoro si cercherà di delineare in linea teorica le caratteristiche ed il ruolo del consulente finanziario, e soprattutto si cercherà di capire, date le condizioni di mercato, se tale figura in ambito operativo potrà avere successo e sotto quali condizioni.

Dedico questo lavoro ai miei famigliari che con il loro aiuto e sostegno mi hanno dato la possibilità di poter intraprendere il percorso di studi da me scelto, e mi hanno permesso di portarlo a termine, apprezzando ogni mio risultato raggiunto durante gli anni accademici.

Desidero ringraziare chi mi è stato accanto in modi diversi alla preparazione di questa tesi. In primis il Prof. Raoul Pisani per la costan-

te disponibilità e il proficuo confronto che hanno reso il lavoro interessante e stimolante. Un ringraziamento particolare è dovuto:

- al Dott. Antonio Abate che si è dimostrato molto gentile e disponibile nel fornirmi tutte le informazioni e le Sue impressioni sull'argomento tratto;
- al team di Consultique SpA che si è dimostrato disponibile a fornire tutte le informazioni richieste in modo tempestivo;
- ai consulenti Colisio Michele, Dimraj Debi, Picetti Marco, Sgarabotto Lucio, Zanella Andrea che hanno risposto tempestivamente alle mie domande sulla loro attività professionale.

Doveroso un ulteriore ringraziamento a tutte le persone che mi hanno aiutato nei momenti di difficoltà e nella ricerca del materiale necessario alla stesura di questo testo.

Jessica Villa Bertè



# CAPITOLO 1

## **La normativa vigente ed il mercato.**

### **1.1 Il quadro normativo di riferimento: la MiFID (Markets in Financial Instruments Directive ).**

#### *1.1.1 Il recepimento della normativa*

A partire dal 31 gennaio 2007 nel nostro ordinamento, come negli altri stati membri dell'Unione Europea, doveva essere recepita la nuova disciplina in materia di investimenti. L'entrata in vigore di tale normativa è stata fissata per il 1 novembre 2007<sup>1</sup>.

Accanto a questa nuova direttiva, chiamata MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), che si divide in due parti, una di primo livello e una di secondo livello, la Commissione Europea ha emanato il Regolamento 1287/2006 del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39, facendo riferimento in modo particolare agli obblighi di registrazione per le imprese di investimento, agli obblighi di comunicazione delle operazioni e trasparenza nel mercato e definizione di alcuni termini. Tale regolamento, come ogni regolamento della Comunità Europea, oltre che essere obbligatorio in tutti i suoi elementi è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri dell'Unione, ed entrerà in vigore alla stessa data prevista per le direttive sopracitate.

Analizzando più a fondo il percorso fatto per il recepimento delle nuove regole europee nell'ordinamento italiano si può notare che esso

---

<sup>1</sup> Con l'eccezione degli artt. 11 – 34 del Regolamento, la cui applicazione è anticipata al 1 giugno 2007.

non è stato facile, a momenti è parso addirittura che non si volessero recepire appieno tutti i contenuti della nuova direttiva MiFID. In particolare sembravano in “pericolo” i contenuti che avevano come scopo quello di tutelare maggiormente gli investitori e di istituzionalizzare dei soggetti che prestano il servizio di consulenza privo del conflitto di interesse e che vengono remunerati esclusivamente mediante la parcella (fee only).

Infatti il 23 settembre 2006 venne presentato dalla Camera dei Deputati, in particolare dal presidente del Consiglio Prodi e dai ministri Bonino, D'Alema, Lanzillotta, Padoa Schioppa e Mastella, al Senato il disegno di legge 1014 approvato un paio di giorni prima, che all'art.10 comma c stabilisce “*Prevedere che l'esercizio nei confronti del pubblico, a titolo professionale, dei servizi e delle attività di investimento sia riservato alle banche e ai soggetti abilitati costituiti in forma di società per azioni*”. Se il disegno di legge fosse andato in porto, le conseguenze per il mondo degli investitori sarebbero state drammatiche; infatti sarebbe scomparsa dall'Italia la figura del consulente finanziario indipendente e di conseguenza l'eliminazione professionale di moltissimi soggetti che già da anni esercitavano tale professione remunerata esclusivamente dalla parcella e senza conflitti di interesse.

Tempestivo è stato l'intervento di NAFOP (National Association of Fee Only Financial Planners) che ha avuto un ruolo determinante per il corretto recepimento della direttiva in Italia.

L'intervento di NAFOP, messo in atto con una lettera inviata ai membri del governo italiano, precisava che imponendo la forma giuridica di società per azioni si sarebbe eliminata una categoria, composta dai singoli professionisti, autonomi o riuniti in “studi associati”, che prestavano il servizio di consulenza indipendente, e si sarebbe resa necessaria, per questi ultimi se intenzionati a continuare la professione, la costituzione di una società per azioni (con i relativi obblighi di legge come ad esempio il capitale sociale minimo di 120.000€) per continuare la professione.

La principale conseguenza dell'eventuale entrata in vigore del disegno di legge sarebbe stata l'eliminazione della categoria dei consulenti indipendenti ed il servizio di consulenza sarebbe stato di fatto prestato da soggetti in conflitto di interesse.

Il 12 ottobre 2006 la Commissione Parlamentare Finanze del Senato si riunì per discutere della MiFID e del suo recepimento nell'ordinamento Italiano. La commissione lavorò per fare in modo che il recepimento fosse il più adeguato possibile rispetto alla necessità di tutelare gli investitori e salvaguardare l'integrità del mercato, promuovendo in esso equità, trasparenza ed efficienza. Tale commissione riteneva giusto che, per quanto riguarda i servizi e le attività di investimento, fosse reso possibile, limitatamente al servizio di consulenza, l'esercizio da parte di persone fisiche in possesso di determinati requisiti elencati nel regolamento adottato dal ministro dell'Economia, sentite Banca d'Italia e Consob. I principali requisiti, che saranno successivamente ripresi, sono la professionalità, l'indipendenza, la patrimonialità e l'onorabilità.

Alla metà di ottobre NAFOP interviene nuovamente sullo scenario, diffondendo un comunicato stampa dal titolo "Unione europea: il governo Prodi premia banche e boccia i consulenti finanziari indipendenti" dove sostanzialmente si sosteneva che in Italia si stava percependo in modo errato, in particolare forzando troppo, la direttiva prevedendo degli obblighi che non erano presenti nella legislazione europea.

Il 25 ottobre 2006 si è tenuta una riunione della commissione Politiche dell'Unione Europea del Senato, presieduta dal senatore Manzella, nella quale il tema dei consulenti finanziari monopolizza la discussione. Durante la riunione emergono i pareri dei vari senatori, più o meno contrastanti sulle restrizioni che dovevano essere applicate all'esercizio della consulenza indipendente.

Il risultato di questo incontro però è andato a netto favore dei consulenti finanziari indipendenti, visto che il disegno di legge è stato modificato,

prevedendo anche la loro figura come professionisti, e accogliendo di fatto le richieste che NAFOP aveva più volte esposto<sup>2</sup>.

Per la modifica del disegno di legge, il Senato firma l'emendamento 10.7, approvato all'unanimità, che è giudicato dai senatori e dal presidente Manzella come “una ragionevole mediazione fra l'assenza di una disciplina sufficientemente rigorosa applicabile ai servizi di consulenza finanziaria e il divieto all'esercizio dei servizi medesimi da parte dei privati”.

Nella seduta del 21 dicembre 2006 della VI commissione permanente Finanze della Camera, presieduta dal senatore Del Mese, si evidenzia che il servizio di consulenza in materia di investimenti potrà essere svolto anche dalle persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza, nonché dei requisiti patrimoniali, stabiliti con regolamento adottato dal ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. In forza di tale disposizione, lo Stato italiano si avvarrebbe della facoltà concessa agli Stati membri, della direttiva, che consente di includere tra le imprese di investimento anche persone fisiche aventi determinati requisiti. Si apre dunque la strada ai consulenti finanziari persone fisiche quali “soggetti abilitati”. In una seduta parlamentare prima della fine del 2006 la senatrice Bonfrisco sottolinea ulteriormente che, nei Paesi finanziariamente più evoluti, dove è ben radicata, la figura del consulente finanziaria indipendente ha contribuito ad una maggior efficienza del mercato, con la conseguente riduzione dei costi per i risparmiatori, una maggior gestione dei rischi e la protezione del patrimonio dagli scandali finanziari. Precisa inoltre che la direttiva prevede per il consulente la sottoscrizione

---

<sup>2</sup> Lo Conte M., 28/10/2006.

Questa notizia venne ripresa anche dai quotidiani, come il Sole 24 Ore, che pubblicò un articolo dal titolo “*Senato, i consulenti indipendenti vincono*” dove veniva spiegato che il Senato ha cancellato l'emendamento alla legge comunitaria di recepimento della Direttiva che limitava alle società per azioni la possibilità di svolgere consulenza finanziaria italiana, e che quindi è stato evitato il rischio di introdurre in Italia, in modo anomalo, rispetto al contesto comunitario, una normativa restrittiva sul collocamento.

di una polizza assicurativa professionale, come per tutti i liberi professionisti, oltre ai già citati requisiti di professionalità e onorabilità.

Il 6 febbraio 2007, con la legge 13, il Parlamento delega il governo al recepimento della MiFID con una specifica richiesta contenuta nell'art.10 comma c: *“Prevedere che l'esercizio nei confronti del pubblico, a titolo professionale, dei servizi e delle attività di investimento si riserva- to alle banche e ai soggetti abilitati costituiti in forma di società per azioni nonché, limitatamente al servizio di consulenza in materia di investimenti, alle persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabili- tà, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal mi- nistro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Resta ferma l'abilitazione degli agenti di cambio a esercitare le attività previste dall'ordinamento nazionale”*. La chiara indicazione del Parla- mento richiedeva l'applicazione dell'art. 4 della direttiva 2004/39/CE, che avrebbe riconosciuto ai consulenti finanziari persone fisiche la qua- lità di soggetti abilitati, provvisti di passaporto comunitario.

Purtroppo la legge appena descritta è stata sostituita dalla legge 77 del 20 giugno 2007. Questa nuova legge ritiene opportuna la crea- zione dell'Albo dei consulenti finanziari, ma con l'applicazione dell'art. 3 della direttiva, ovvero creando ex novo una categoria di professionisti “no MiFID compliant” senza passaporto comunitario e quindi operativi solo nel territorio italiano. Per concludere, nella seduta di fine luglio 2007 della VI Commissione Finanze della Camera, si chiede al governo di definire uno specifico regime transitorio applicabile alle persone fisi- che che già svolgono, all'entrata in vigore del decreto legislativo, l'attività di consulenza finanziaria.

## **1.2 La nuova direttiva.**

### *1.2.1 Le caratteristiche principali e le novità introdotte.*

Questa nuova normativa è stata introdotta in base ad un nuovo approccio legislativo, il c.d. Metodo Lamfalussy. Tale metodo prevede che il processo legislativo sia suddiviso su più livelli, a partire dal più generale, arrivando sempre più nello specifico. In particolare, saranno emanate direttive di primo livello, che fissano le regole generali, ed a cura della Commissione, saranno definite le direttive di secondo livello che stabiliranno le misure di esecuzione delle regole esposte nella direttiva di primo livello.

In particolare, la direttiva 2004/39 relativa alla MiFID individua i principi generali, mentre la direttiva 2006/73 contiene indicazioni della direttiva del 2004, facendo un particolare riferimento ai requisiti di organizzative e alle condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

Questo “nuovo modo” di legiferare, è caratterizzato, da un lato, per una maggior precisione delle disposizioni normative previste, per cui i singoli paesi non possono generalmente introdurre regole aggiuntive e, dall'altro, a proposito dell'organizzazione aziendale (o policy) ed in tema di procedure, vengono fissati obiettivi e vincoli all'interno dei quali gli intermediari sono liberi di definire il proprio modello di gestione.

L'intervento comunitario, e la sua articolazione mira a cambiare le regole che precedentemente erano osservate per la contrattazione degli strumenti finanziari sui mercati europei. Le “vecchie” regole, che derivavano dalla direttiva 93/22/CEE (direttiva Eurosim), sono state in alcuni casi integrate ed in altri modificate. La necessità del cambiamento della normativa vigente è sorta, come si legge in un articolo della direttiva 2004, perché *“negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari, e l'ampia gamma di servizi e strumenti che*

*viene loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine.”*

Avendo esposto le principali caratteristiche della normativa, procedo ora ad elencare sinteticamente le principali novità introdotte, per approfondirle successivamente.

1. **Requisiti di organizzazione interna:** è necessario dotarsi di procedure amministrativo – contabili appropriate, di efficaci meccanismi di controllo interno, di efficienti politiche di gestione dei conflitti di interesse. Per tutto ciò sono state previste tre precise figure: la funzione di compliance, il Risk Management e l'Internal Audit.
2. **Abolizione dell'obbligo di concentrazione** (concentration rule): gli intermediari non saranno più obbligati ad eseguire gli ordini dei clienti aventi ad oggetto azioni quotate attraverso i mercati regolamentati. In aggiunta ai tradizionali mercati regolamentati, la negoziazione degli strumenti finanziari potrà avvenire nei sistemi multilaterali di negoziazione ed attraverso intermediari che operano quali internalizzatori sistematici di ordini.
3. **Classificazione della clientela:** i clienti saranno classificati secondo uno schema ben preciso che prevede tre classi di appartenenza: professionali, controparti qualificate e retail (al dettaglio).
4. **Best execution:** prevede l'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli possibili per il cliente, con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni.
5. **Adeguatezza ed appropriatezza:** infatti le imprese di investimento hanno l'obbligo di valutare l'adeguatezza del servizio che intendono fornire in relazione a ciascun cliente; tale valutazione va fat-

ta per i servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione portafogli. In tutti gli altri casi, invece, le imprese dovranno assicurarsi che il servizio o il prodotto proposto o richiesto sia appropriato per il cliente.

6. **Execution only:** quando si prestano servizi execution only non sarà necessario valutare né l'adeguatezza né l'appropriatezza. I servizi execution only<sup>3</sup> infatti, consistono esclusivamente nell'esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini del cliente, con o senza servizi accessori.
7. **La consulenza:** questo servizio integrerà il servizio di investimento e dovrà essere prestato in via esclusiva e riservata dalle imprese di investimento autorizzate.

### 1.2.2 *Le sedi di negoziazione ammesse.*

Tra le ragioni dell'entrata in vigore della riforma c'è la necessità di predisporre un quadro normativo coerente e completo che disciplini l'esecuzione delle transazioni di coloro che desiderano fare degli investimenti e dei sistemi di esecuzione degli ordini attualmente esistenti a livello europeo. Il legislatore europeo, consapevole dell'evoluzione del mercato, e dei sistemi di negoziazione esistenti, nel corso degli ultimi anni ha ritenuto necessario introdurre la riforma per garantire un regime organico di norme che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi utilizzati, in modo da garantire miglior qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori, l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario.

Per far fronte alla continua evoluzione, al continuo sviluppo delle piattaforme di negoziazione esistenti prima della riforma e all'opportuni-

---

<sup>3</sup> Per l'execution only devono ricorrere ben determinate condizioni. Infatti il mero servizio di esecuzione e/o ricezione e trasmissione di ordini del cliente, sono concessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di credito (esclusi quelli che incorporano strumenti derivati), agli OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) ed altri strumenti finanziari non complessi.

tà di regolamentare in modo uniforme piattaforme di negoziazione già esistenti, ma disciplinate in modo diverso a seconda degli Stati membri, si sono stabilite, nella MiFID, le tre principali trading venues, facendo di fatto cadere l'obbligo di concentrazione.

I tre mercati riconosciuti sono:

- il **mercato regolamentato** – “è un sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato che consente o facilita l'incontro, al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente” (art. 4, n. 14 direttiva 2004/39);
- **sistema multilaterale di negoziazione** (MTF<sup>4</sup>) - “sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti” (art. 4, n. 15 direttiva 2004/39);
- l'**internalizzatore sistematico** – si tratta di “un'impresa di investimento<sup>5</sup> che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione” (art. 4, n. 7 direttiva 2004/39).

---

<sup>4</sup> Multilateral Trading Facilities

<sup>5</sup> Ai sensi dell'art. 4 della direttiva, “impresa di investimento” è qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi d'investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività d'investimento a titolo professionale. Gli stati membri possono eventualmente includere in questa definizione una persona fisica che fornisca determinate garanzie in materia di vigilanza prudenziale e tutela degli interessi dei terzi, in particolare per quanto riguarda i casi in cui le persone fisiche siano ammesse a prestare servizi che implicano la detenzione di fondi o di valori mobiliari di terzi.

La gestione di tali sistemi di negoziazione non è una novità operativa per il nostro ordinamento, tuttavia con la MiFID questi mercati sono diventati destinatari di un'apposita disciplina che contribuisce ad assegnare loro un ruolo di primo piano nella fornitura dei servizi di negoziazione dal quale possono derivare, per gli attori operanti in essi, opportunità di business interessanti.

Mediante la formazione e regolamentazione di più sedi di negoziazione il legislatore mira ad aumentare la concorrenza, attraverso la frammentazione degli scambi sulle diverse piattaforme, in modo da rafforzarne l'efficienza e ridurre i costi di negoziazione che sono applicati su ogni singola operazione.

### *1.2.3 La trasparenza ed il Transaction reporting.*

Con l'abolizione dell'obbligo di concentrazione si è passati ad una struttura di mercato frammentata in diverse piattaforme. Questo passaggio ha, come già detto sopra, il pregio di aumentare la concorrenza, ma ha come “difetto” quello di avere un patrimonio informativo strutturalmente non uniforme. Per far fronte a questo aspetto negativo, si è resa necessaria l'approvazione di un regime globale di trasparenza per tutte le operazioni che si effettuano sulla piattaforma, indipendentemente dal soggetto che le compie. Le regole per la disciplina della trasparenza hanno lo scopo principale di garantire l'effettiva integrazione dei mercati azionari degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale e per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori.

La direttiva di primo livello stabilisce che le imprese di investimento ed i gestori di MTF mettano a disposizione di tutti, a condizioni commerciali ragionevoli, e su base continuativa durante il normale orario di contrattazione, i prezzi concorrenti di acquisto e di vendita e lo spessore degli interessi di negoziazione delle azioni quotate. Le modalità

di esecuzione di tali obblighi sono stabilite nella normativa di attuazione e nel Regolamento 1287/2006. Le autorità competenti avranno la facoltà di esentare dall'obbligo di trasparenza le operazioni riguardanti volumi che, per le azioni o categorie di azioni negoziate, risultano elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato (art. 18, Regolamento).

Facendo particolare riferimento all'obbligo di trasparenza post-trade ( o post negoziazione) , gli MTF, i mercati regolamentati e più in generale le imprese di investimento che hanno concluso, per conto proprio o dei clienti, operazioni al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, devono rendere pubblici il prezzo, il volume e la data di esecuzione delle operazioni concluse su azioni quotate in un mercato regolamentato, a condizioni commerciali ragionevoli e possibilmente in tempo reale. Anche per la trasparenza post trade sono previste delle deroghe.

In fine, la normativa indirizza verso gli operatori una raccomandazione ben precisa, infatti, nell'ultimo capoverso del considerando 44 si può trovare che *“ l'obbligo imposto dalla direttiva impone alle imprese di investimento di indicare i prezzi di acquisto e vendita e di eseguire un ordine al prezzo indicato non esime un'impresa di investimento dall'obbligo di indirizzare un ordine a un altro luogo di esecuzione quando questa internalizzazione potrebbe impedire che l'impresa soddisfi al meglio gli obblighi di esecuzione”*.

Avendo appena trattato degli obblighi di trasparenza, nei confronti del pubblico, proseguo ora la trattazione, esponendo gli obblighi di reporting, che la disciplina MiFID pone a carico delle imprese di investimento, da effettuare nei confronti delle autorità competenti per consentire a queste ultime di controllare le attività degli intermediari, sul mercato, al fine di assicurarsi che essi operino in modo onesto, equo e professionale in maniera da rafforzare l'integrità del mercato.

Indipendentemente dal luogo di esecuzione gli intermediari sono tenuti a comunicare i dettagli delle operazioni effettuate all'autorità

competente. Tale comunicazione può essere data in modo diretto, tramite un terzo oppure tramite un sistema di confronto degli ordini, chiamato anche trade matching system e deve arrivare a destinazione entro il minor tempo possibile, al più tardi entro il giorno lavorativo seguente. L'autorità destinataria delle informazioni provvederà a girare tale flusso all'autorità competente per quel mercato, così da rendere più chiara la situazione, anche su vasta scala. Chiaramente, come per tutti gli obblighi, esistono delle esenzioni. Infatti, le imprese sono esentate dall'effettuare il reporting quando il mercato regolamentato o il sistema multilaterale di negoziazione eventualmente utilizzati per l'operazione provvedano a far pervenire le informazioni necessarie all'autorità. Rimane comunque l'obbligo di conservare per almeno 5 anni tutti i dati delle operazioni effettuate, per conto proprio o per conto dei clienti, che eventualmente potranno essere richiesti dall'autorità in caso di controlli (art. 25, comma 2).

### *1.2.4 Le figure organizzative e le regole procedurali.*

Con la nuova direttiva si sono introdotte moltissime novità nel nell'ambito del mercato finanziario e dei suoi attori. Molte di esse sono inserite specificatamente nelle norme di attuazione di secondo livello della direttiva 2006/73 e riguardano i requisiti di organizzazione degli intermediari. Per conseguire un organizzazione interna conforme alla direttiva 2004/39 sono state riconosciute ben tre figure, da prevedere all'interno dell'assetto procedurale ed organizzativo allo scopo di assicurare un livello elevato di integrità, competenza e solidità. La direttiva precisa ancor più dettagliatamente che *“occorre prevedere procedure rigorose in ambiti quali il controllo della conformità, la gestione del rischio, il trattamento dei reclami, le operazioni personali, l'esternalizzazione e l'identificazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse”*. Le tre figure previste e riconosciute dalla direttiva sono:

1. la **funzione di compliance** – tale figura, obbligatoria per legge, deve essere permanente, efficace e indipendente, con lo scopo di verificare l'adempimento degli obblighi in tema di prestazione di servizi di investimento.
2. il **risk management** – questa figura, a differenza della precedente, non è obbligatoria ma è prevista “*se ciò è opportuno e proporzionato alla natura, alle dimensioni ed alla complessità dell'attività svolta dall'impresa nonché alla natura e alla gamma dei servizi di investimento e delle attività di investimento che essa presta ed esercita nel quadro di tale attività*” (art. 7 comma 2). In ogni caso questa funzione dovrà essere svolta in modo indipendente.
3. l'**internal audit** – anche per questa funzione vige il principio proporzionale visto per la precedente figura. Quindi sarà istituita solo se opportuna viste le dimensioni e la natura dell'attività, ma se istituita questa figura dovrà essere separata ed indipendente dalle altre funzioni e attività dell'impresa di investimento.

È inoltre prevista, dalla direttiva, la possibilità di esternalizzare le funzioni operative essenziali in modo da prestare un servizio continuativo e soddisfacente ai clienti. Certo è che dovranno essere introdotte delle misure appropriate per evitare un aggravamento del rischio operativo, adeguate procedure amministrative e contabili ed opportuni sistemi di elaborazione dei dati.

Oltre alle regole organizzative appena esposte, la direttiva 2004/39 indica, alle imprese di investimento, di adottare tutte le misure ragionevoli per “*identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della presentazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi*”. (art. 18 comma 2).

La direttiva di implementazione, al considerando 24, chiarisce la definizione di **conflitto di interessi** come segue: “*tra le circostanze che devo-*

*no essere considerate tali da far sorgere un conflitto di interesse devono rientrare le situazioni nelle quali esista un conflitto tra gli interessi dell'impresa, o di taluni soggetti collegati all'impresa o al gruppo dell'impresa, e gli obblighi dell'impresa nei confronti della clientela; o tra gli interessi divergenti di due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali l'impresa ha degli obblighi”.*

Per rafforzare la tutela dei clienti la direttiva precisa che è irrilevante lo status di quest'ultimo al quale il servizio è fornito, poiché i conflitti dovranno essere gestiti e regolamentati ogniqualvolta l'impresa fornisce un servizio di investimento o un servizio accessorio, indipendentemente dalla classificazione del cliente, inoltre viene anche prevista una politica per la gestione dei conflitti d'interesse da parte dell'impresa, che mira ad individuare le circostanze “pericolose” e si prevedono le misure opportune per la gestione delle stesse.

### **1.3 La consulenza come servizio autonomo**

Ulteriore importantissima novità introdotta dalla direttiva è il nuovo inquadramento del servizio di consulenza. Esso infatti passa da servizio accessorio a servizio di investimento “core” e dovrà essere prestato in via esclusiva e riservata dagli intermediari finanziari abilitati. Infatti nella precedente disciplina la consulenza era vista come servizio accessorio al servizio di investimento, e quindi poteva essere prestata da chiunque senza alcuna autorizzazione necessaria. Il legislatore comunitario, consapevole della potenziale rischiosità di questo servizio e considerata la sempre maggior dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, ha ritenuto necessario ed opportuno cambiare inquadramento al servizio di consulenza, iniziando a considerarlo come servizio a sé stante ed introducendo delle autorizzazioni per prestarlo.

Inoltre, per maggior chiarezza, la direttiva definisce l'attività di consulenza in materia di investimenti, all'art. 4 paragrafo 1 punto 4

come, “*la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*”. Alla direttiva di secondo livello si trova un'ulteriore precisazione con lo scopo di chiarire che affinché si possa parlare di consulenza è necessario che la raccomandazione personalizzata sia diretta ad uno specifico investitore, sia fondata sulle caratteristiche specifiche della persona ed abbia ad oggetto una specifica operazione di investimento in strumenti finanziari (art. 52). Per un'ulteriore precisione la direttiva mette in chiaro che una raccomandazione non è considerata come personalizzata se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione e se è destinata al pubblico. Inoltre è considerata generica una consulenza avente per oggetto un tipo strumento finanziario, non è sottoposta a riserva di attività in quanto la consulenza in materia di investimenti deve avere ad oggetto specifici e determinati strumenti finanziari (considerando 81, direttiva 2006/73). Dalle precedenti affermazioni si può dedurre che gli elementi caratterizzanti dell'attività di consulenza di investimenti sono la personalizzazione e la specificità.

### *1.3.1 Le informazioni necessarie a chi presta il servizio di consulenza.*

All'art. 19, comma 4 della direttiva 2004/39 si trova l'obbligo, a carico delle imprese di investimento quando effettuano servizio di consulenza, di acquisire le “informazioni necessarie” in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o del potenziale cliente per quel tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento di quest'ultimo.

Le informazioni riguardanti la situazione finanziaria includono, se pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari (art. 35 comma 3, direttiva 2006/73) mentre le informazioni riguardanti agli obiettivi di

investimento includono quelli sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo e le sue finalità dell'investimento, laddove pertinenti.

Prima di effettuare un'operazione di investimento, sarà necessario valutare se essa sia adeguata e quindi, ai sensi dell'art.35, comma 1, dovranno verificarsi le seguenti condizioni:

- l'operazione deve rispondere agli obiettivi di investimento che si aspetta il cliente;
- essa deve inoltre essere in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso, compatibilmente con gli obiettivi prefissati;
- i rischi collegati ad essa devono essere compresi dal cliente. Tale comprensione deriverà dall'esperienza e dalle conoscenze a disposizione del cliente.

Nel caso in cui l'impresa di investimento non ottenga le informazioni necessarie per valutare l'adeguatezza dell'operazione, dovrà astenersi dal prestare i servizi di investimento di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio.

Da quanto appena detto si deduce che la consulenza può e deve essere prestata solo dopo una specifica e approfondita conoscenza del cliente.

### *1.3.2 La classificazione della clientela.*

Come è logico che sia, gli obblighi degli intermediari vengono proporzionati in funzione del servizio offerto. Nel caso in cui venga fornito al cliente un servizio di consulenza in materia di investimento o di gestione di portafogli, all'intermediario è richiesto di effettuare una valutazione di adeguatezza, per poter raccomandare il servizio più adatto a quel tipo di cliente tenuto conto di diversi fattori. Diversamente per tutti gli altri servizi, la valutazione avrà una portata meno ampia e riguarderà la capacità del cliente di comprendere i rischi connessi a quel servizio o prodotto (appropriatezza), inoltre, al ricorrere di determinate condizioni viene addirittura esclusa anche quest'ultima valutazione. Come per i

servizi, esistono vari obblighi a seconda del cliente che si ha di fronte. Per questo la disciplina MiFID prevede una classificazione della clientela, individuando tre categorie ben distinte di soggetti<sup>6</sup>:

- la **clientela professionale** – quando un cliente possiede l'esperienza e le conoscenze e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che corre.
- la **controparte qualificata** – sotto categoria della clientela professionale riconosciuta, all'art. 24 della direttiva 2004/39, alle imprese di investimento, agli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, agli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto di applicazione della presente direttiva.
- Cliente al **dettaglio (retail)** – cliente che non risulta nella categoria dei clienti professionali e quindi non soddisfa i requisiti necessari per poter essere considerato tale.

La classificazione appena esposta non è insormontabile ed assoluta. Infatti potrebbe accadere che un cliente considerato professionale richieda lo stesso trattamento previsto per un cliente retail, in modo da garantirsi un maggior livello di protezione. Il passaggio è possibile anche all'inverso, così quindi, alcuni clienti retail potrebbero rinunciare ad alcune protezioni richiedendo diversi trattamenti. In quest'ultimo caso però ogni riduzione della protezione prevista può essere considerata valida solo se “dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente l'impresa di investimento possa ragionevolmente ritenere che il cliente è in grado di adottare le proprie decisioni in materia di investimenti e comprendere che rischi sta assumendo.

---

<sup>6</sup> Morera U., 2008, pp.42 – 47.

Con riguardo alla categoria delle controparti qualificate, l'affievolimento delle tutele risulta ancora maggiore. *“Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento autorizzate ad eseguire ordini per conto dei clienti o negoziazioni per conto proprio o a trasmettere ordini possano determinare o concludere operazioni con controparti qualificate senza essere obbligate a conformarsi agli obblighi previsti, rispetto a tali operazioni o a qualsiasi servizio accessorio ad esse connesso”* (art. 24 direttiva 2004/39). Tuttavia anche per questi soggetti, come per i precedenti, è possibile cambiare categoria di cliente con il relativo cambiamento di trattamento.

### **1.4 Le condizioni attuali del mercato.**

Come accennato in precedenza, il costante aumento dell'utilizzo della rete e del fenomeno internet ha permesso al mercato di mutare in modo significativo e di creare metodi alternativi alla negoziazione tradizionale. Infatti negli ultimi anni hanno trovato grande espansione strumenti che, nel “vecchio” mercato non venivano affatto utilizzati, i mutui con spread ridotti ed i conti correnti di deposito ad alta remunerazione. Tali strumenti non erano utilizzati, non perché inefficienti, ma perché non garantivano ai venditori alti guadagni in termini di commissioni e provvigioni. La loro espansione è iniziata con l'avvento dei consulenti fee only, unici operatori che li consigliano. A partire dal 2000 in poi si è registrato un forte aumento dei conti correnti online, passando da 100.000 a oltre 7.000.000<sup>7</sup>. Tutto ciò dimostra che gli investitori sono alla ricerca di strumenti semplici, a basso costo e che permettano di poter accedere ai diversi mercati senza subire la pressione dell'operatore bancario o del promotore finanziario. Conseguentemente l'interesse verso la consulenza finanziaria indipendente sta sempre più aumentando, specialmente da parte di categorie professionali come commercialisti,

---

<sup>7</sup> [www.nafop.org](http://www.nafop.org)

consulenti aziendali e del lavoro che, sollecitati dalla domanda, aggiungono ai propri servizi anche quello della consulenza finanziaria priva di conflitti di interesse.

Gli operatori tradizionali sono “costretti” ad un ruolo di venditori di prodotti, ed essendo remunerati a provvigione, spesso sono portati a consigliare, a parità di altre condizioni, il prodotto con commissioni maggiori in modo da poter guadagnare maggiormente dall'operazione. Chiaramente, come si può facilmente intuire, questa logica commerciale genera degli effetti negativi che si ripercuotono sul mercato e sugli investitori. Per evitare tutto ciò i risparmiatori cercano di essere sempre informati e soprattutto cercano figure in grado di fornire loro una consulenza obiettiva e professionale che può arrivare solo da soggetti privi di conflitti di interesse come il consulente fee only.



## CAPITOLO 2

### **Che cos'è la consulenza fee only.**

#### **2.1 Chi è il consulente fee only?**

##### *2.1.1 Inquadramento normativo.*

Inteso come persona fisica, dal punto di vista giuridico, la figura del consulente finanziario indipendente è compresa nel riferimento al contratto d'opera (art. 2222 del Codice Civile) ed essa viene inquadrata nella categoria dei prestatori d'opera intellettuale così come disciplinato dagli articoli 2229 e seguenti del CC. Conseguentemente a tali disposizioni il soggetto che presta il servizio è obbligato, dietro corrispettivo e senza vincolo di subordinazione, ad eseguirlo nei confronti del committente con lavoro prevalentemente personale, indipendentemente dal risultato che sarà raggiunto.

In ambito fiscale i servizi di consulenza finanziaria rientrano tra i redditi di lavoro autonomo e sono disciplinati dalla relativa norma che stabilisce che: *“Sono redditi di lavoro autonomo quelli che derivano dall'esercizio di arti e professioni. Per esercizio di arti e professioni si intende l'esercizio di professione abituale, ancorché non esclusiva, di attività di lavoro autonomo diverse da quelle d'impresa”*<sup>8</sup>.

Questo inquadramento però non è l'unico possibile; infatti, il consulente *“esercita un'attività economica organizzata al fine dello scambio di servizi”* questa definizione, estratta dall'art. 2082 del Codice Civile,

---

<sup>8</sup> [www.nafop.org](http://www.nafop.org)

porta a riflettere ed a concludere che il consulente possa essere visto come un imprenditore<sup>9</sup>.

Inoltre succede spesso che i consulenti si uniscano in gruppo formando degli “Studi Associati”, in forma di S.p.A.. Ecco quindi che l'inquadramento normativo cambia ulteriormente ed in particolare vada a riferirsi all'art. 2325 CC e seguenti. In quest'ultima circostanza il cambiamento dell'inquadramento ha non poche conseguenze a carico dei consulenti, sia in termini di diritti che di doveri. Per esempio, è fatto obbligo ai membri della società di conferire un capitale sociale minimo di centoventimila euro. L'obbligo di versare una cifra minima è stato introdotto per cercare di coprire, almeno in parte, i soggetti terzi che hanno rapporti con la società. Infatti, l'art. 2325 precisa che “ *nella società per azioni per le obbligazioni sociali risponde soltanto la società con il suo patrimonio*” definendo quindi un regime di autonomia patrimoniale perfetta per quest'ultima.

Chiaramente a seconda dell'inquadramento, gli obblighi e le garanzie nei confronti dei terzi cambiano radicalmente; questo aspetto sarà approfondito nei capitoli seguenti.

### 2.1.2 *Le caratteristiche fondamentali del consulente fee only*<sup>10</sup>.

Riassumendo, il consulente è una figura professionale che opera per il soggetto committente perseguendo gli interessi di quest'ultimo. Lo status sociale riconosciuto a questa figura è paragonabile allo status di un avvocato o di un commercialista.

Spesso per riferirsi a questa figura si usa il termine inglese “fee only”. Infatti questo termine significa letteralmente “solo a parcella”. Questa indicazione ha lo scopo di identificare, agli occhi dell'investitore, il professionista remunerato esclusivamente dal cliente e conseguente-

---

<sup>9</sup> La figura professionale in oggetto è “giovane” e quindi potrebbe accadere che la normativa fiscale modifichi questa iniziale impostazione.

<sup>10</sup> [www.nafop.it](http://www.nafop.it); Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008.

mente privo di qualsiasi conflitto di interesse. Il consulente fee only, infatti, non percepisce assolutamente alcun tipo di provvigione e commissione da banche, SIM o compagnie assicurative e non è assolutamente legato in qualche modo alla vendita dei prodotti (come lo è invece un promotore finanziario).

I tre tratti fondamentali, che distinguono i consulenti fee only dagli altri operatori che si possono incontrare sul mercato, sono:

1. l'indipendenza;
2. la competenza;
3. l'integrità professionale.

Il primo tratto fondamentale è l'indipendenza.

Questo tratto si può riconoscere quando il consulente lavora solo per i suoi clienti, remunerato da essi tramite il pagamento di un onorario, e non su mandato di un intermediario finanziario o assicurativo. Questa caratteristica garantisce l'imparzialità del consulente nei confronti del committente, ed in particolare garantisce che la consulenza prestata non sia viziata da qualche conflitto di interesse<sup>11</sup>.

Detto questo rimane da capire quando e dove si formi un rilevante conflitto di interesse tale per cui il cliente potrebbe essere svantaggiato o addirittura danneggiato. Per rendere più facile il riconoscimento di queste situazioni di conflitto può essere stilato un elenco, tratto dal 24° rapporto dell'European Bank Report<sup>12</sup>, che individua alcune ipotesi di conflitto di interessi definite "classiche":

1. la Banca che fornisce credito ad un emittente e svolge anche attività di gestione del risparmio, con la possibilità che per sostenere l'emittente, sul quale ha informazioni maggiori del mercato, sia indotta a favorire il collocamento degli strumenti finanziari per permettere il rimborso del credito (oltre che per ottenere un profitto); la variante definita "perversa" di tale conflitto e cioè quella relativa all'ipotesi in cui la banca organizza e aiuta l'emittente a col-

---

<sup>11</sup> [www.nafop.org](http://www.nafop.org) ; [www.consob.it](http://www.consob.it). Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008.

<sup>12</sup> [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

locare strumenti finanziari (bond o azioni) per rientrare, con la relativa liquidità dei propri crediti, spostando sul mercato il rischio dell'insolvenza;

2. la Banca creditrice che svolge attività di ricerca ed è indotta, per sostenere la società debitrice, a esprimere giudizi favorevoli sugli strumenti finanziari della stessa.
3. l'interferenza fra attività di gestione di portafoglio e quella di negoziazione per conto della banca che può condurre a trasferire sul cliente titoli rischiosi o da sostenere nel portafoglio della banca, o ancora nel portafoglio della banca per effetto di organizzazione di un collocamento (il cui completamento può generare profitto per la banca o comunque evitare difficoltà);
4. l'interferenza che può sorgere fra l'attività di gestione di portafoglio o di negoziazione e l'esistenza di rapporti di consulenza o di altro tipo per l'emittente che induca, al fine di mantenere tali relazioni, a favorire il collocamento nei portafogli dei clienti i titoli degli emittenti;
5. l'interferenza fra l'attività di collocamento di propri prodotti e quella di gestione del portafoglio che, con riferimento all'attività di negoziazione accompagnata a informale consulenza, è accresciuta dalla previsione di incentivi patrimoniali ai dipendenti che "piaz-zino" alla clientela *retail* prodotti della banca.

Le situazioni appena elencate, e molte altre simili, possono porsi dove l'interferenza con le relazioni contrattuali con altri soggetti possono portare a valutazioni eccessivamente favorevoli per alcuni prodotti, nella realtà non così ottimi, danneggiando la clientela.

Il secondo tratto fondamentale è la competenza, infatti, il consulente *fee only*, per diventare tale, deve seguire un percorso formativo personalizzato di elevato livello, strutturato tramite l'acquisizione di strumenti e modelli innovativi provenienti dai paesi finanziariamente più evoluti. Di fondamentale importanza è il costante aggiornamento

professionale effettuato tramite corsi ed incontri appositi. La verifica della competenza professionale spetta all'albo dei consulenti, che per l'iscrizione richiederà un determinato percorso di studi con dei requisiti minimi e valuterà la competenza e la conoscenza del soggetto tramite prove scritte<sup>13</sup>.

Ultimo, ma non meno importante, tratto fondamentale è l'integrità professionale. Il consulente fee only ha a cuore l'intera situazione patrimoniale e finanziaria del suo cliente ed è attento nel consigliare investimenti profittevoli, a far risparmiare costi inutili o esagerati, ma soprattutto a proteggere il cliente dai consigli interessati e viziati da conflitto di interesse.

Quanto appena detto è molto importante per riconoscere i consulenti più adeguati alle proprie necessità. È opportuno verificare che il proprio consulente non lavori, o comunque non abbia rapporti con una banca o con una rete di vendita, altrimenti già questo fa nascere il conflitto di interesse. I “consulenti” in conflitto, a parità di condizioni, collocano alcuni prodotti piuttosto che altri perché percepiscono maggiori provvigioni sull'operazione, attirano i clienti perché spesso sostengono che il costo della consulenza è “compresa” nel costo del prodotto, dando vita di fatto ad una parcella occulta, e talvolta non si accontentano neanche di questo e pretendono addirittura il pagamento di una parcella che va ad aumentare le entrate di questi soggetti, già alimentare da commissioni e provvigioni .

### *2.1.3 L'onorario: le motivazioni.*

Le asimmetrie informative presenti sul mercato e la complessità dei prodotti finanziari offerti da esso, sovente non consentono agli investitori di comprendere che cosa realmente stiano acquistando e quali

---

<sup>13</sup> Le condizioni di tutto ciò ed ulteriori approfondimento sulle modalità di aggiornamento saranno esposte nel capitolo successivo al paragrafo 3.1.1.

siano gli oneri cui stanno andando incontro. Nell'attività di consulenza finanziaria fee only, nella fase di analisi del portafoglio dell'investitore, si effettua una vera e propria “radiografia” dettagliata della situazione finanziaria in essere, con particolare attenzione all'analisi dell'efficienza degli strumenti acquistati. Tra i risultati dell'analisi c'è anche l'individuazione della “parcella occulta<sup>14</sup>” sostenuta dal cliente. Si studia e si analizza la situazione del cliente, ed in particolare il consulente va a cercare quali sono le commissioni e le condizioni applicate all'investitore che si è rivolto a lui. Dopo un attento studio il consulente, con l'aiuto di appositi software e con l'ausilio di una documentazione il più chiara possibile, incontra il proprio cliente e mostra i risultati del proprio lavoro, evidenziando in particolare, con appositi report, i costi precedentemente sostenuti e le commissioni applicate ai prodotti venduti. In questo modo si quantificano i costi sostenuti dall'investitore, che sono prelevati automaticamente dal patrimonio in gestione, e spesso il cliente non si rende neanche conto di tali sottrazioni dal proprio patrimonio. Avendo mostrato i costi superflui al cliente, si procede con il sostituire i prodotti inadeguati con strumenti più efficienti. In questo modo il cliente, grazie al consulente indipendente, riesce a superare le asimmetrie informative e a prendere coscienza della situazione reale del proprio patrimonio e dei titoli presenti in esso, valuta e decide l'indirizzo delle sue scelte, senza essere condizionato da soggetti in evidente conflitto di interesse, visto che la loro remunerazione è formata dalle provvigioni sul venduto e ciò implica che essi saranno sicuramente portati a consigliare prodotti più remunerativi in termini di commissioni di collocamento. Rivolgendosi al consulente indipendente quindi il cliente sarà in grado di rendere più efficiente e profittevole il suo patrimonio, e anche se dovrà pagare una parcella al consulente, essa sarà di importo sempre minore

---

<sup>14</sup> Con questo termine si intendono tutti i costi e le commissioni applicate dal promotore finanziario, dall'assicuratore o dall'intermediario interpellato sui prodotti da lui collocati. Tali costi sono a carico del cliente mediante addebito automatico al patrimonio.

rispetto alla parcella occulta che veniva addebitata automaticamente al suo patrimonio.

#### *2.1.4 Descrizione di un consulente finanziario indipendente.*

Quando ci si rivolge ad un operatore per richiedere dei consigli su come gestire il proprio patrimonio, sulla propria situazione finanziaria, assicurativa, previdenziale, o per altri svariati motivi è sempre molto importante capire chi si ha di fronte e cercare di comprendere se ci sono conflitti di interesse di qualsiasi tipo. Non è sempre semplice ed immediato riconoscere e distinguere un soggetto in conflitto di interesse da un altro soggetto indipendente. La descrizione che segue<sup>15</sup> dovrebbe aiutare a riconoscere un soggetto veramente indipendente.

Ebbene, un soggetto che si possa ritenere consulente finanziario indipendente deve essere remunerato esclusivamente e direttamente dal cliente, tramite il pagamento di una parcella. Non riceverà dunque, in nessun caso, alcuna commissione, provvigione, o qualsiasi altro reddito agganciato al prodotto che ha consigliato. Il valore della parcella che percepisce il consulente varia in base a molte variabili come per esempio il servizio offerto, le caratteristiche del portafogli del cliente e la difficoltà dell'incarico e le ore necessarie per la prestazione del servizio. Comunque come tutti i professionisti, anche il consulente finanziario indipendente è tenuto ad esibire un tariffario con i prezzi dei propri servizi.

Come diretta conseguenza del fatto che il consulente sia indipendente si ha il fatto che esso sarà portato a consigliare i prodotti meno costosi, più efficienti e più trasparenti possibili che si trovano nel mercato e di sicuro non sarà portato a consigliare determinati prodotti, magari appartenenti ad un determinato catalogo, come invece succede per i promotori. Il consulente indipendente non ha nessun mandato da par-

---

<sup>15</sup> www.nafop.org; Bianchi M., Bianco M., Bianchi T., Sarcinell M., 2007; Presti G., Rescigno G., 2007; ,Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008. Armellini C.[a], 04/11/2007; Armellini C.[b], 18/11/2006; Incorvati L., 14/02/2004.

te di una banca o di una SIM, l'unico soggetto a cui deve rispondere è il proprio cliente. Questa caratteristica fa capire l'importanza dell'indipendenza del professionista, data dall'assenza di conflitto di interesse.

Tra i due soggetti, consulente e cliente, si instaura un rapporto di fiducia e di riservatezza. Il consulente non deve rendere conto a nessuno della propria attività, a differenza di un tied agent che deve rendere conto del proprio operato ai i suoi referenti interni, e le operazioni svolte rimangono ad esclusiva conoscenza del cliente e del consulente.

Il consulente nel prestare i propri servizi mette di fatto a disposizione del cliente la propria esperienza professionale e lo affianca anche a livello operativo, aiutando il cliente nell'interazione con la propria banca e rinegoziando le condizioni applicate in modo più vantaggioso per il cliente.

Per svolgere la propria attività professionale il consulente deve avere a disposizione strumenti adeguati, come ad esempio software dedicati che lo aiutino nell'analisi e nel reporting verso la propria clientela. Per questo motivo spesso si trovano consulenti che si organizzano e si avvalgono della collaborazione di altri professionisti o di altri studi tra cui alcuni diventano dei veri e propri punti di riferimento per la preparazione e l'assistenza nella professione<sup>16</sup>. Inoltre, per essere considerato tale, il consulente finanziario indipendente è tenuto ad osservare un codice etico, che sarà esposto in seguito, emesso dall'associazione di categoria.

### **2.2 L'associazione dei consulenti ed il suo codice etico.**

All'inizio del 2006 è nata una associazione apposita per i consulenti indipendenti: la NAFOP (National Association of Fee Only Planners). Questa è la prima associazione italiana di consulenti finanziari indipendenti.

---

<sup>16</sup> Per esempio Consultique S.p.A. di Verona, operante appunto nella consulenza finanziaria indipendente è diventata punto di riferimento per molti altri professionisti che intendono formarsi e intraprendere la strada di consulenti fee only.

denti che, oltre ad occuparsi della regolamentazione, della tutela e dello sviluppo dell'esercizio dell'attività ha come scopo anche quello di definire le basi deontologiche della professione che si concretizzano nel codice etico che ispira l'attività quotidiana di ogni professionista fee only.

### *2.2.1 Gli otto principi generali che danno vita al codice etico.*

Di seguito si espongono gli otto principi generali<sup>17</sup> che ispirano l'attività dell'Associazione NAFOP e dei professionisti associati.

Il primo importato principio da seguire è l'**integrità**. Il professionista erogherà i propri servizi, destinati alla clientela, operando con integrità professionale. Essa richiede onestà, sincerità e non deve essere subordinata al guadagno personale del consulente. Inoltre l'operatore si impegna a non ricevere denaro, mezzi di pagamento o valori mobiliari, intestati a lui, a intermediari autorizzati o a terzi e a non effettuare operazioni per conto del cliente né ricevere mandati o deleghe ad effettuare acquisti, negoziazioni o altre operazioni simili.

Segue il principio dell'**oggettività** che impone al consulente di essere obiettivo nel fornire i servizi ai propri clienti ed in particolare fornire servizi professionali con la dovuta prudenza, onestà intellettuale e imparzialità. Si impegna quindi a fornire al cliente tutte le informazioni adeguate su rischi, costi e oneri degli strumenti finanziari e delle strategie di investimento esistenti e consigliate.

Strettamente necessaria è anche la **competenza** del professionista. Il consulente indipendente erogherà ai propri clienti i servizi di consulenza con adeguata competenza e preparazione professionale. L'operatore ha l'impegno continuo ad imparare e migliorarsi professionalmente, partecipando a programmi formativi annuali per aumentare la propria competenza in tutte le aree di attività e mantenerla sempre aggiornata, ai migliori livelli qualitativi possibili.

---

<sup>17</sup> [www.nafop.org](http://www.nafop.org); Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008.

Il quarto principio fondamentale è l'**imparzialità** che un consulente fee only deve avere nella presentazione dei propri servizi. Il professionista deve illustrare i propri servizi al cliente, comunicando tutte le informazioni relative al proprio rapporto professionale specificando che l'unica fonte di remunerazione sarà esclusivamente il cliente stesso, escludendo qualsiasi forma di conflitto di interesse ed attenendosi a quanto stabilito dalle leggi vigenti. Il consulente così facendo si impegna a non percepire commissioni, provvigioni, abbuoni, premi, indennità o altre forme di compenso da terzi che non siano rappresentate dalla parcella del cliente.

Altro principio fondamentale ed irrinunciabile per il consulente è la **riservatezza** che esso deve nei confronti della sua clientela. Un professionista non rivelerà informazioni confidenziali che emergessero dal rapporto professionale con il cliente senza il consenso specifico del cliente stesso e si impegna a rispettare l'obbligo della riservatezza e del segreto professionale su ogni informazione ricevuta in forza dell'incarico ricevuto.

Durante il suo operato, sovente può succedere che, il consulente collabori con altri professionisti. Il sesto principio fondamentale consiste proprio nella **collaborazione** che il professionista intrattiene con tutti gli interlocutori del cliente al fine di pervenire ad una completa e corretta visione d'insieme della situazione patrimoniale e finanziaria del cliente attraverso la quale garantire un servizio completo ed efficace con l'obiettivo della massima soddisfazione del cliente. Collabora inoltre con i colleghi per divulgare i valori ed i principi che caratterizzano la professione e per diffondere una corretta immagine della figura professionale del fee only financial planner.

Come è logico che sia, in particolare per i rapporti di collaborazione che il consulente ha con altri professionisti, oltre che la collaborazione serve anche la **correttezza**. Ecco quindi il penultimo principio fondamentale che forma il codice etico dei consulenti finanziari indipendenti. Per correttezza si intende il rispetto che un financial planner ha

nei confronti degli altri professionisti e la sana ed onesta competizione che ha nei loro riguardi. Il consulente fee only si impegna anche a segnalare eventuali comportamenti illegali e scorretti di cui venisse a conoscenza.

Ultimo, ma non meno importante, è il principio della **diligenza**. In questo ultimo principio si stabilisce che un consulente fornirà i propri servizi in modo ragionevolmente rapido e completo, dopo essersi accertato di essere in possesso di tutte le informazioni necessarie all'erogazione della prestazione. Infatti presupposto dell'erogazione del servizio è l'individuazione di un'esigenza effettiva del cliente cui seguirà una consulenza corretta ed adeguata al profilo del cliente stesso.

### **2.3 I servizi offerti dal consulente fee only.**

Il consulente finanziario indipendente fee only offre alla propria clientela la sua collaborazione nel valutare i prodotti che si trovano sul mercato finanziario e la affianca in qualsiasi operazione che la clientela voglia compiere. Come già visto in precedenza, la clientela deve essere classificata in base alle proprie caratteristiche secondo la legge vigente, ora però intendo classificare la clientela in due macro categorie per esporre al meglio i servizi che il consulente può offrire ad ognuna di esse. L'insieme degli investitori che si rivolgono ad un consulente fee only può essere suddiviso in “investitori privati” ed “aziende”.

### 2.3.1 *I servizi pensati per gli investitori privati.*

Come suggerisce il titolo del sottoparagrafo, di seguito saranno esposti tutti i servizi, che un consulente può prestare, destinati a patrimoni personali, e quindi ad investitori privati.

I servizi<sup>18</sup> di cui si può usufruire rivolgendosi ad un consulente finanziario indipendente sono:

- analisi qualitativa del portafoglio del cliente con certificazione della qualità gestionale, incidenza dei costi ed efficienza dei risultati. Con queste operazioni si valutano, dunque, i gestori a cui si è affidato il patrimonio;
- analisi completa dei singoli prodotti che compongono il portafoglio con quantificazione della “parcella occulta” trattenuta dagli intermediari in termini di commissioni di gestione, performance, negoziazione, costi amministrativi, banca depositaria;
- rinegoziazione di tutte le condizioni applicate al cliente dalla propria banca di fiducia, per esempio le commissioni acquisto / vendita, deposito titoli, tasso attivo e passivo, valute ecc;
- creazione dell'asset allocation con l'utilizzo di strumenti efficienti;
- monitoraggio nel tempo dell'asset allocation e produzione di documentazione informativa periodica e personalizzata per il cliente;
- valutazione ed eventuale sostituzione di mutui e finanziamenti in essere;
- pianificazione previdenziale;
- pianificazione finanziaria completa, partendo con l'individuazione delle necessità finanziarie del cliente, per arrivare alla realizzazione delle loro soluzioni. In questo modo l'investitore, affiancato dal consulente fee only, diventa finanziariamente autonomo ed indipendente, in grado di soddisfare i propri bisogni finanziari senza l'aiuto di altri soggetti. Esso si fa guidare dai propri bisogni finan-

---

<sup>18</sup> [www.nafop.org](http://www.nafop.org); Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008.

ziari per compiere le scelte più appropriate di investimento e non più esclusivamente dalla ricerca esclusiva di un risultato in termini di performance. Prima di effettuare qualsiasi investimento occorre aver ben chiaro quali sono i propri obiettivi. Per effettuare una corretta pianificazione occorre prima di tutto acquisire piena consapevolezza dei propri bisogni finanziari prioritari e delle risorse di cui si dispone, conoscere tutti gli strumenti finanziari disponibili e solo successivamente a questo si può adottare un piano che permetta di raggiungere gli obiettivi prefissati, tenendo regolarmente sotto controllo la situazione in modo da mantenere la coerenza e perseguire in modo attivo gli obiettivi che si intende raggiungere.

- Servizi di Family Office, che prevedono la protezione e la gestione di patrimoni complessi attraverso l'utilizzo di metodologie e strumenti che consentano un costante monitoraggio del rischio ed il raggiungimento degli obiettivi.

I servizi appena esposti in l'elenco non sono molto facili da prestare, richiedono molto lavoro ed impegno, ed è chiaramente impensabile che una sola persona fisica possa intendersi di tutti gli argomenti toccati. Per questa ragione nella realtà si trovano sovente situazioni dove molti consulenti si associano tra di loro in modo da poter collaborare e far fronte in maniera più efficace ed efficiente all'esigenza della clientela. Inoltre per prestare i servizi sopracitati spesso si devono utilizzare dei software dedicati, molto complessi ed anche molto costosi<sup>19</sup>.

La prestazione dei servizi da parte del consulente ai propri clienti avviene solitamente in maniera “graduale”<sup>20</sup>. Quanto un potenziale cliente contatta un professionista viene subito invitato ad un primo incontro, solitamente gratuito, in modo da esporre i servizi offerti e cercare di capire le esigenze specifiche del cliente.

---

<sup>19</sup> Si rimandano al terzo capitolo tutte le considerazioni sui costi d'esercizio che gravano sul consulente finanziario indipendente.

<sup>20</sup> Consultique SIM S.p.A. [a], 2009, pp. 8-9

Il primo incontro ha un ruolo “informativo” nel senso che il cliente è ricevuto in un colloquio dal professionista, nel quale i due soggetti si scambiano informazioni per cercare di capire su che cosa il consulente dovrà lavorare e quali sono le richieste del cliente. Chiarito e fissato il lavoro da svolgere il professionista propone un preventivo di parcella e lo presenta al cliente. Quest'ultimo, sulla base delle informazioni acquisite dal consulente, decide se accettare, o meno, il preventivo ed in caso di risposta positiva il cliente firma il contratto di consulenza.

Dalle informazioni e dalla documentazione acquisite dal cliente il professionista stila, in vista del secondo incontro, un Piano Finanziario dedicato nel quale si illustrano le analisi effettuate sulla precedente situazione del cliente. Spesso i risultati delle analisi sono esposti con l'aiuto di documentazione redatta in maniera semplice in modo da poter evidenziare i principali punti di inefficienza ed i possibili interventi futuri. Per quanto riguarda gli interventi e le strategie da seguire, prima di prendere qualunque decisione, è importantissimo per il consulente cercare di comprendere il più a fondo possibile le esigenze del cliente in modo da predisporre una strategia d'azione con il corretto livello di rischio e protezione adeguati al patrimonio ed alla propensione personale del cliente.

Volendo fare una specie di “classifica dei servizi richiesti” per quanto riguarda la categoria degli investitori privati, negli ultimi anni si nota che è sempre più apprezzato il servizio di analisi del portafoglio posseduto<sup>21</sup>.

Tramite questo servizio si riesce a fare una sorta di “radiografia” degli investimenti in essere e dei prodotti inseriti nel portafoglio del cliente. Il risultato di questa radiografia viene espresso tramite il “portfolio report”, nel quale vengono evidenziate tutte le variabili che possono interessare il cliente, tra le quali il prelievo annuale che l'intermediario ope-

---

<sup>21</sup> Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008.

ra sul patrimonio dell'investitore e che rappresenta una forma di parcella occulta facilmente abbattibile, fino al 70 – 80%, con l'aiuto del consulente fee only. L'obiettivo di questa relazione è di rilevare la qualità del portafoglio, attraverso l'analisi di efficienza degli strumenti utilizzati e dei risultati, confrontati con i mercati di riferimento. Un approccio di questo tipo consente al professionista di erogare una consulenza obiettiva e asettica, coerente con l'impostazione professionale dell'attività tradizionale del commercialista, e di generare un valore tangibile e facilmente percepito dal cliente.

### *2.3.2 I servizi dedicati alle aziende.*

Le aziende italiane si trovano in una situazione non più così “sicura”, in cui non possono più improvvisare alcune funzioni vitali e sono portate a individuare soluzioni che permettano loro di competere sul mercato, in modo efficiente e organizzato. Con l'entrata in vigore dell'accordo di Basilea 2 le imprese hanno visto cambiare radicalmente il proprio scenario e hanno visto modificarsi le condizioni alle quali ricevevano finanziamenti.

Basilea 2 è un accordo, preso tra i governatori delle banche centrali dei maggiori paesi industrializzati, che si prefigge di rendere più efficaci il controllo dei rischi legati allo svolgimento dell'attività bancaria, con particolare attenzione alla rischiosità dei crediti connessi alle imprese. Questo accordo prevede metodologie oggettive di valutazione delle imprese che chiedono un finanziamento e ciò ha suscitato timori in esse, perché temono di incontrare difficoltà ad ottenere il credito perché le garanzie prestate possono non essere più ritenute sufficienti. Con il nuovo metodo le banche, ogni volta che faranno prestiti ad un'impresa dovranno accantonare capitale per proteggersi dal rischio di insolvenza. L'accantonamento dovrà essere proporzionale al grado di affidabilità dell'azienda che sarà misurato con il rating (assegnato da agenzie specializzate). Alle aziende con rating basso le banche razioneranno il credi-

to o chiederanno tassi d'interesse più elevati per coprire i maggiori costi di accantonamento.

Inoltre alle aziende è chiesta maggior trasparenza nei confronti del mercato e la banca si riserva di chiedere un flusso di informazioni costante per effettuare una selezione delle imprese – clienti<sup>22</sup>.

Come conseguenza di questo accordo l'impresa deve fronteggiare una serie di nuove incombenze. Come accennato sopra, l'impresa vede aumentare i propri obblighi informativi nei confronti del sistema bancario, deve rivalutare l'importanza della propria funzione finanziaria per migliorare le proprie possibilità di accesso al credito. A questo proposito è doveroso fare riferimento anche ai Confidi. Essi sono degli Enti, costituiti sottoforma di consorzio di imprese o di società o di società cooperativa che concedono garanzie collettive per le piccole/medie imprese associate a favore degli istituti di credito. I confidi hanno un portafoglio di clienti potenziali elevato e radicato sul territorio, inoltre posseggono anche delle competenze che, se affiancate ad opportuni programmi di formazione interna e di potenziamento del personale, potrebbero essere sfruttate ai fini consulenziali. Con l'entrata in vigore delle nuove regole di Basilea 2 la domanda di questi servizi sarà sicuramente in aumento visto che, come già detto in precedenza, gli obblighi informativi a carico delle imprese, a favore degli istituti di credito, sono destinati ad aumentare<sup>23</sup>. Molto importante per l'impresa è tenere sotto controllo i propri equilibri economici, finanziari e patrimoniali in modo da mantenere costante, o addirittura aumentare, il proprio rating, variabile strategica per regolare il costo dell'efficienza delle proprie scelte di struttura finanziaria e di finanziamento degli investimenti.

In un tale scenario di mercato, il consulente può per esempio orientare le aziende nella comprensione del proprio livello di rischio attraverso l'autovalutazione, al miglioramento dei propri equilibri di bilancio, elaborare nuove strategie di comunicazione e negoziazione con gli

---

<sup>22</sup> [www.basilea2.com](http://www.basilea2.com)

<sup>23</sup> Bazzana F., 2006, pp. 133-155.

istituti di credito. Le attività che un'impresa, con l'aiuto del consulente, deve svolgere possono essere schematizzate in quattro passaggi. Prima di tutto occorre verificare che i bilanci degli ultimi 3 anni non presentino punti di debolezza e disequilibri patrimoniali, finanziari o economici che porterebbero ad un rating negativo, e quindi più costoso. Occorre poi proseguire per individuare e attuare le soluzioni più idonee a favorire un aumento del rating, attraverso il miglioramento dell'equilibrio economico finanziario e patrimoniale dell'impresa. Si rende necessario, inoltre, gestire in maniera attiva il rapporto con le banche, improntando sulla trasparenza delle informazioni date per porsi in modo da favorire una collaborazione con l'istituto di credito e non iniziare un rapporto conflittuale. Infine, molto importante per l'impresa è monitorare la situazione nel tempo, verificando l'impatto delle scelte imprenditoriali future sull'equilibrio globale dell'impresa e sul suo rating.

Per le ragioni appena esposte, i servizi dedicati (e anche molto richiesti) alle aziende sono:

- la gestione dei rapporti con gli istituti di credito, valutando le condizioni applicate e l'ottimizzazione dei flussi finanziari. Spesso vengono interpellati più istituti di credito in modo da ridurre notevolmente la struttura dei costi a carico dell'azienda e di pianificare in modo efficiente la propria gestione finanziaria;
- analisi dei prodotti, strutturati o derivati, già sottoscritti dalle aziende che spesso non sono consapevoli dei rischi assunti e necessitano di un supporto ed assistenza per un'analisi obiettiva del prodotto acquistato e per un'eventuale chiusura della posizione oltre che una valutazione della proposta dell'istituto di credito;
- analisi e ottimizzazione dei portafogli aziendali in modo da cercare, trovare e sottoscrivere i prodotti meno costosi e più efficienti all'interno del mercato del risparmio gestito. Sempre più spesso le aziende sentono la necessità di rivolgersi ad una figura professionale indipendente senza conflitto di interesse;

- calcolo del rating secondo l'accordo Basilea 2, ed in particolare verifica dell'eventuale esistenza di punti di debolezza e disequilibri patrimoniali, finanziari od economici e nell'individuare ed attuare tutte le soluzioni più opportune per migliorare il rating.

Anche in questo caso vale la riflessione fatta nel paragrafo relativo ai servizi per i privati. Infatti ogni servizio posto in elenco richiede un grande lavoro, grande impegno e notevole competenza da parte del consulente che se ne occupa e richiede l'utilizzo di molti strumenti come software dedicati per prestare il miglior servizio possibile. Ecco perché un unico consulente difficilmente si occuperà di tutti i servizi proposti, ma molto più probabilmente sceglierà di prestare i servizi nei quali lui stesso è più preparato e competente, anche rivolgendosi e collaborando con altri professionisti.

## CAPITOLO 3

### **Costi e ricavi del consulente fee only.**

#### **3.1 Come si diventa un consulente fee only.**

##### *3.1.1. I prerequisiti necessari per l'iscrizione all'Albo.*

Per diventare dei professionisti che prestano la consulenza indipendente occorre essere iscritti all'Albo delle persone fisiche consulenti finanziari. Il ministero dell'economia e delle finanze ha definito un regolamento di disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per essere iscritti all'Albo sopra citato<sup>24</sup>.

All'art. 2 del regolamento si possono trovare i **requisiti di professionalità** che *“consistono nel possesso di un titolo di studio non inferiore al diploma di istruzione secondaria superiore, rilasciato in seguito di corso di durata quinquennale oppure un titolo di studio estero equipollente sulla base di una valutazione di equivalenza sostanziale a cura dell'Organismo. Occorre inoltre possedere un'adeguata conoscenza specialistica in materie giuridiche, economiche, finanziarie e tecniche, rilevanti nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. La conoscenza adeguata è accertata tramite una prova valutativa indetta dall'Organismo, secondo le modalità da questo stabilite.”*

Esistono dei soggetti che sono esonerati dal sostenere la prova valutativa, come per esempio i promotori finanziari, i quadri direttivi di terzo e quarto livello e gli agenti di cambio se si verificano determinate

---

<sup>24</sup> Decreto 24 dicembre 2008 n° 206 del Ministero dell'Economia e delle Finanze

condizioni elencate nell'articolo. Chiaramente per essere esonerati dalla prova valutativa i soggetti dovranno dare documentazione attestante l'esercizio dell'attività professionale. *“La documentazione da produrre per attestare i requisiti di professionalità deve includere la dichiarazione di un rappresentante del soggetto abilitato attestante l'ufficio al quale il richiedente l'iscrizione all'Albo è stato addetto, le mansioni ricoperte ed il relativo periodo di svolgimento.”*

Per mantenere valida l'iscrizione i consulenti finanziari sono tenuti all'aggiornamento professionale nelle materie sopra descritte nella misura e secondo le modalità stabilite dalla Consob. Nell'apposito regolamento sulle “Modalità di aggiornamento professionali” venne previsto che “Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le società di gestione armonizzate e le SICAV si dotano di idonee procedure per garantire l'adeguata formazione e l'aggiornamento professionale dei promotori finanziari. A tale fine ne garantiscono la partecipazione ad appositi corsi su base periodica, a conclusione dei quali sono rilasciati attestati di frequenza”. Per sottolineare ulteriormente l'importanza dell'aggiornamento, la norma di esecuzione dell'art. 18 bis, comma 5 lettera g del TUF, che si occupa delle modalità e dei criteri da seguire per conseguire un buon aggiornamento professionale, prevede che i consulenti finanziari prendano parte annualmente a corsi di formazione di durata non inferiore a 30 ore, tenuti da soggetti formatori con qualificata esperienza nel settore della formazione finanziaria e “muniti di certificazioni di qualità”.

Esistono poi anche delle “situazioni impeditive” elencate all'art. 3 di questo regolamento<sup>25</sup>. *“Non possono essere iscritti i soggetti che per almeno i due esercizi precedenti l'adozione dei relativi provvedimenti hanno svolto funzioni di amministrazione direzione o controllo:*

- *in imprese sottoposte al fallimento;*

---

<sup>25</sup> Decreto 24 dicembre 2008 n° 206 del Ministero dell'Economia e delle Finanze

- *in imprese operanti nel settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo, sottoposte alla procedura di amministrazione straordinaria o di liquidazione coatta amministrativa;*
- *in intermediari finanziari nei cui confronti sia stata disposta la cancellazione dall'elenco generale o da quello speciale*
- *in imprese nei cui confronti sono state irrogate, in relazione a reati da loro commessi, le sanzioni interdittive indicate nel Dlgs 8 giugno 2001 n° 231<sup>26</sup>;*

*Non possono inoltre essere iscritti coloro che nell'esercizio della professione ai agente di cambio non hanno fatto fronte agli impegni previsti dalla legge o si trovano in stato di esclusione delle negoziazioni in un mercato regolamentato e non possono essere iscritti i promotori finanziari radiati dal relativo Albo.”*

All'art. 4 si espongono i **requisiti di onorabilità** e si specifica che “non possono essere iscritti all'Albo coloro che:

- *si trovano in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'articolo 2382 del codice civile;*
- *sono stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria, salvi gli effetti della riabilitazione;*
- *sono stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione*
  - *a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobi-*

---

<sup>26</sup> Le sanzioni interdittive elencate nel Dlgs sono:

- a) l'interdizione dall'esercizio dell'attività
- b) la sospensione o la revoca delle autorizzazioni, licenze o concessioni funzionali alla commissione dell'illecito;
- c) il divieto di contrattare con la pubblica amministrazione, salvo che per ottenere le prestazioni di un pubblico servizio;
- d) l'esclusione da agevolazioni, finanziamenti, contributi o sussidi e l'eventuale revoca di quelli già concessi;
- e) il divieto di pubblicizzare beni o servizi.

*liare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati e valori mobiliari, di strumenti di pagamento;*

- *alla reclusione per uno dei delitti previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto del 16 marzo 1942 n° 267;*
- *alla reclusione per un tempo non inferiore ad un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per delitto in materia tributaria;*
- *alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per qualunque delitto non colposo.”*

All'art. 5 si possono trovare i **requisiti di indipendenza** necessari all'iscrizione. Per garantire questi requisiti non possono essere iscritti i soggetti che hanno rapporti con emittenti o intermediari tali da condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti. Molto importante è precisare che per la prestazione di consulenza in materia di investimenti gli iscritti all'Albo non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio.

Proseguendo nella lettura del regolamento si trovano i **requisiti patrimoniali**, che consistono nella sottoscrizione di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo dell'iscrizione e che assicuri una copertura di almeno 1.000.000€ per ciascuna richiesta di indennizzo e di 1.500.000€ all'anno per importo totale delle richieste di indennizzo.

*3.1.2. Gli adempimenti prima di iniziare l'attività.*

Le attività svolte dalle persone fisiche che esercitano per professione abituale la consulenza finanziaria, anche se non esclusiva, in forma individuale o associata, sono assoggettate a una serie di adempimenti per l'avvio dell'attività<sup>27</sup>.

Dichiarazione di inizio attività IVA – da effettuarsi entro 30 giorni dall'inizio dell'attività. Il professionista deve far pervenire all'Ufficio IVA della provincia di residenza (o la sede legale dello studio associato) la relativa dichiarazione, redatta con l'apposito modulo, tramite il quale viene richiesta l'assegnazione del numero di partita IVA. L'attività si intende iniziata nel momento in cui la prima operazione viene effettuata, attiva o passiva che sia. Questo significa che occorre dichiarare l'inizio attività anche se si intende sostenere delle spese finalizzate all'inizio dell'attività professionale.

Apertura posizione previdenziale – attualmente i consulenti finanziari, in attesa di una definizione specifica per la categoria, non sono obbligati all'iscrizione ad una specifica Cassa previdenziale autonoma. La legge n°335/1995 di riforma delle pensioni ha pertanto previsto l'iscrizione dei consulenti finanziari in un'apposita gestione separata dell'INPS e il conseguente obbligo contributivo sui redditi percepiti. La misura del contributo previdenziale da corrispondere in sede di presentazione della dichiarazione dei redditi risulta pari, per l'esercizio 2008, al 24%. In ogni caso, ai fini dell'inquadramento previdenziale, è opportuno approfondire la propria situazione di aderire alla gestione separata.

---

<sup>27</sup> Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008.

Denunce ai fini delle imposte comunali – l'inizio dell'attività va denunciato presso l'Ufficio tributi del comune nel quale lo studio professionale ha la sede principale ai fini dei seguenti tributi:

- tassa smaltimento rifiuti solidi urbani oppure tariffa igiene ambientale;
- eventuale imposta di pubblicità per insegne (l'importo varia a seconda del Comune in cui si trova l'ufficio).

Denunce per dipendenti – in caso di inizio attività con assunzione di personale dipendente devono essere aperte le relative posizioni previdenziali e assicurative, mediante la predisposizione e vidimazione dei relativi registri come il libro paga, libro matricola, libro infortuni.

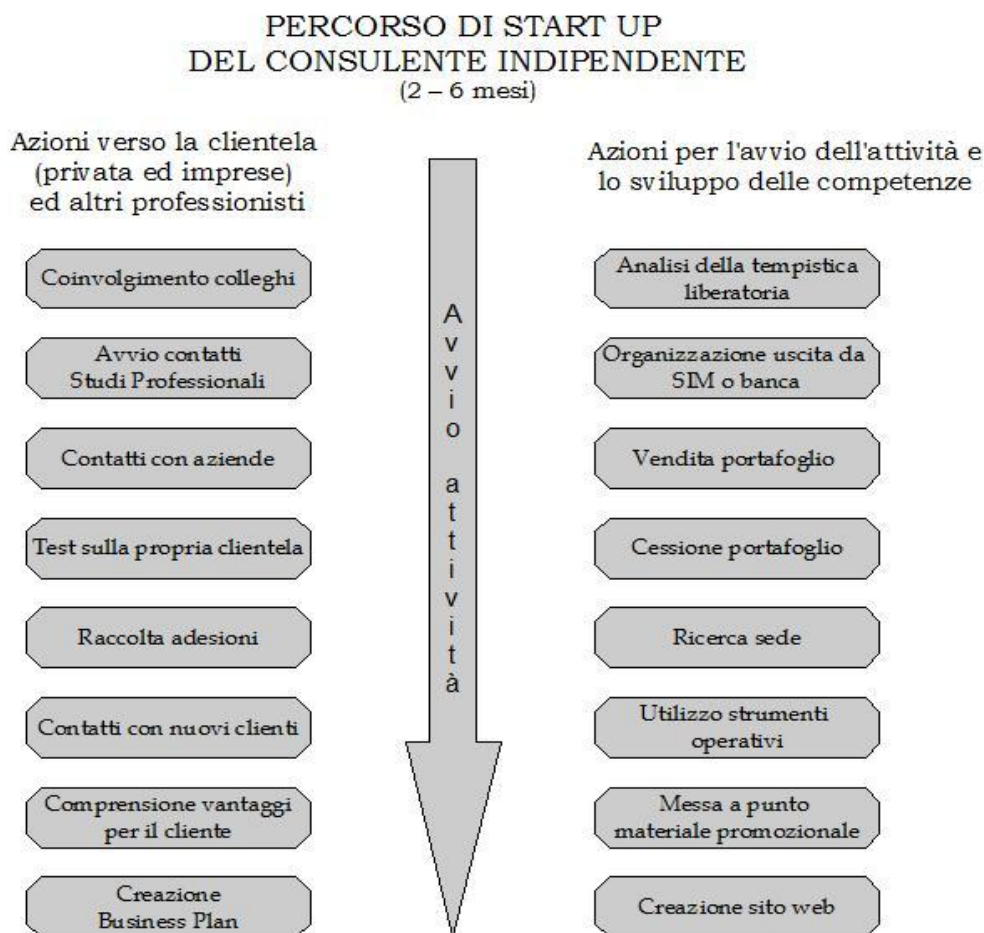
Di seguito si presenta un elenco che riassume gli adempimenti, a carico del professionista o dello studio associato, a cui fare fronte per poter iniziare la propria attività:

1. Dichiarazione di inizio attività;
2. Registrazione atto costitutivo e statuto presso Ufficio registro (a carico esclusivamente degli studi associati);
3. Deposito atto costitutivo e statuto presso l'Ufficio imposte (a carico esclusivamente degli studi associati);
4. Comunicazione alla Cassa nazionale di previdenza;
5. Iscrizione gestione previdenziale separata INPS per professionisti non iscritti alla Cassa di previdenza;
6. Denuncia presso l'Ufficio tributi del Comune ai fini della tassa rifiuti;
7. Denuncia presso l'Ufficio tributi del Comune per imposta sulla pubblicità;
8. Adempimenti in presenza di personale dipendente;
9. Predisposizione registri contabili;
10. Adempimenti relativi alla privacy;

3.1.3. *Percorso di start up del consulente finanziario indipendente.*

Gli operatori finanziari tradizionali che hanno scelto la strada della consulenza finanziaria indipendente hanno messo in atto alcune attività funzionali all'esercizio della nuova professione. Per quanto riguarda la tempistica, mediamente, se ci si avvale di società specializzate<sup>28</sup> nel trasferimento di know how tecnico e operativo, sono necessarie dai 3 ai 6 mesi per il completamento del processo.

Di seguito si presenta una figura che riassume il percorso operativo di avvio all'attività<sup>29</sup>.



<sup>28</sup> Per esempio la società per azioni Consultique, punto di riferimento sia per la formazione e l'aggiornamento che per l'assistenza operativa.

<sup>29</sup> Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008; Consultique SIM S.p.A. [b], 2008.

Fondamentale, per l'avvio del consulente fee only, è partire con il piede giusto e ottimizzare ogni risorsa disponibile per velocizzare lo sviluppo dell'attività e avviare in breve tempo al punto di break even. L'esperienza maturata all'interno di strutture finanziarie tradizionali è molto preziosa e può essere capitalizzata nella nuova professione, ma è necessario integrare nuove competenze e, soprattutto, sviluppare metodologie di lavoro specifiche per affermarsi nel nuovo ruolo privo di conflitti d'interesse. All'inizio del proprio percorso di consulente fee only occorre pensare a come coinvolgere i propri clienti e a come condividere con loro la scelta dell'indipendenza, che tipo di comunicazione adottare per rivolgersi ai risparmiatori, quali competenze tecniche è necessario possedere e di quali strumenti si ha bisogno per prestare un servizio con la qualità massima possibile.

Principalmente occorre tener presente che puntare all'interesse del cliente è molto diverso dall'adattare il prodotto a quest'ultimo. Il processo di consulenza indipendente parte dall'analisi del prodotto in questione, sia esso finanziario o previdenziale, per passare poi a quella dell'intero portafoglio e quindi procedere al suo riassetto con strumenti efficienti per arrivare, infine, al servizio di pianificazione.

La differenza tra venditore e consulente risiede nel fatto che nel caso del consulente l'obiettivo del cliente coincide con quello del professionista, a garanzia dell'assenza di conflitti di interesse. L'obiettivo, per essere sempre raggiungibile, deve essere perseguito con strumenti efficienti ed efficaci, con il costante monitoraggio delle variabili che modificano in continuazione lo scenario di riferimento.

Molto importante per il consulente fee only è riuscire ad avere una "buona" clientela, e mantenere il rapporto con essa il più continuativo possibile. Lo strumento di marketing più importante in assoluto è non avere conflitto di interesse. Occorre imparare a promuovere i propri servizi di consulenza e a determinare l'onorario, gestire le obiezioni e sottoscrivere insieme al cliente il contratto di consulenza. L'immagine professionale è importante in quanto conferma al cliente la serietà e profes-

sionalità del soggetto e quindi lo rassicura in merito alla sua scelta di rivolgersi al cliente fee only. Per questo ogni professionista dovrebbe sperimentare una o più di queste strategie:

1. apparire in pubblico come relatore in convegni a tema o corsi di formazione;
2. tenere seminari o almeno parteciparvi;
3. tenere lezioni a gruppi di risparmiatori, organizzazioni sociali ecc;

Meglio evitare di pubblicizzare la propria attività attraverso campagne di marketing pubblicitario, infatti, al di là dell'elevato costo che ne deriverebbe e della durata che dovrebbero avere per affermare il proprio servizio, non sortiscono altri effetti.

Piuttosto è meglio instaurare un buon rapporto con le redazioni giornalistiche della propria zona in modo da poter pubblicare qualche articolo su argomenti di interesse dei risparmiatori per farsi conoscere.

Le soluzioni più semplici e pratiche sono le migliori soprattutto quando sono trasparenti. Il professionista basa il suo successo sulla professionalità e l'assenza di conflitti di interesse. Il passaparola del cliente soddisfatto è l'elemento trainante per tutti i professionisti e la miglior pubblicità.

### **3.2 L'assicurazione professionale obbligatoria.**

Tra le voci di costo del consulente fee only si trova sicuramente la voce relativa all'assicurazione professionale. Infatti quest'ultima è obbligatoria per legge in modo da coprire il professionista in caso di richiesta di risarcimento da parte di qualche cliente insoddisfatto che abbia subito un danno per colpa di esso.

L'associazione di categoria dei consulenti finanziari indipendenti ha negoziato per i professionisti italiani una polizza conforme a quanto richiesto dal ministero dell'Economia per l'iscrizione all'Albo. Il risultato di questa negoziazione è stato un contratto di assicurazione per la re-

sponsabilità civile professionale con un premio annuo che si aggira attorno ai 1.000€.

Con tale contratto di assicurazione l'assicuratore si obbliga a tenere indenne il consulente di ogni somma che sia tenuto a pagare per danni a terzi, quale civilmente responsabile ai sensi di legge a cagione di fatto colposo, sia esso lieve o grave, di errore o di omissione o negligenza professionale, commessi nell'esercizio dell'attività professionale. Il massimale assicurato è superiore all'importo minimo richiesto dalla normativa<sup>30</sup>, ed in particolare ammonta a 1.550.000 all'anno per importo totale delle richieste di indennizzo, prevedendo inoltre una franchigia di 500€ per sinistro.

Oltre al massimale è previsto anche un periodo di retroattività, che parte alla data di decorrenza della polizza, pari a 6 mesi che, a richiesta del consulente, può essere allungato fino a 2 anni.

Infine è prevista anche una copertura per i 30 giorni successivi alla data di cessazione del contratto, e che questo periodo di copertura oltre la scadenza può essere, previa accordo tra le parti, allungato fino ad un massimo di 12 mesi in modo da garantire anche le eventuali denunce di sinistri presentate dopo la scadenza della polizza a seguito della cessata attività.

Sulla responsabilità civile professionale si può fare una riflessione attinente al regime di autonomia patrimoniale che influisce sull'eventuale copertura di danni che vanno oltre al massimale coperto dall'assicurazione. Infatti se il professionista inizia la propria attività come persona fisica, conseguentemente la sua impresa avrà un'autonomia patrimoniale imperfetta. Questo significa che in caso di condanna al risarcimento danni ad un cliente, l'assicurazione copre il professionista fino al limite del massimale, mentre oltre questa soglia il professionista è te-

---

<sup>30</sup> L'iscrizione all'Albo e' consentita previa sottoscrizione di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale, che operi per tutto il periodo dell'iscrizione e che assicuri una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 1.500.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.

nuto a rispondere con il proprio patrimonio personale fino al completo risarcimento del danno. Ben diverse sono le condizioni per i consulenti che decidono di fondare, come previsto per legge, una S.p.A.. Costituendo una società per azioni si dà vita ad un soggetto con piena capacità giuridica, e conseguentemente tutti i diritti e doveri vanno in capo ad essa. Così facendo le eventuali obbligazioni verso terzi, derivanti da risarcimento danni, se superiori al massimale coperto, saranno ripagate con il patrimonio della società ed i soci – consulenti non saranno assolutamente obbligati a coprire i danni con il proprio patrimonio personale. Così facendo i professionisti sono certi che il proprio patrimonio personale non sarà intaccato in alcun modo nell'eventualità di un risarcimento danni.

Le riflessioni appena esposte potrebbero essere tra le cause del fatto che sul mercato si trovano poche e grandi società operanti sul mercato piuttosto che tanti e piccoli professionisti autonomi.

### *3.2.1. Ulteriori strumenti per la copertura del patrimonio.*

Questo paragrafo ha lo scopo di esporre alcuni strumenti che sono generalmente utilizzati da vari soggetti per la copertura del proprio patrimonio. In questo caso ci si riferirà al consulente e si mostrerà come esso possa coprire il proprio patrimonio in caso intenda svolgere la professione senza costituire una società per azioni, e conseguentemente non poter sfruttare l'autonomia patrimoniale di quest'ultima.

Il primo strumento che si intende trattare è il fondo patrimoniale<sup>31</sup>. Il fondo patrimoniale è comunemente ritenuto un patrimonio di destinazione, volto a garantire le obbligazioni contratte dai coniugi per il soddisfacimento dei bisogni familiari. Il codice civile vigente disciplina l'istituto del fondo patrimoniale agli articoli 167 e seguenti prevedendo

---

<sup>31</sup> Montefameglio M., 2006, pp. 91-112

che “ciascuno o ambedue i coniugi<sup>32</sup>, per atto pubblico, o un terzo, anche per testamento, possono costituire un fondo patrimoniale destinando determinati beni, immobili o mobili iscritti in pubblici registri, o titoli di credito, a far fronte ai bisogni della famiglia<sup>33</sup>”. La costituzione del fondo patrimoniale deve essere mediante atto pubblico, soggetto a pubblicità che prevede l’annotazione a margine dell’atto di matrimonio e la sua trascrizione nei pubblici registri se ha per oggetto beni immobili oppure beni mobili registrati. L’effetto che si ottiene costituendo un fondo patrimoniale è che i beni conferiti in esso non possono essere oggetto di atti di esecuzione per debiti che non siano relativi ai bisogni della famiglia, a condizione, però, che il creditore fosse a conoscenza del fatto che i suddetti debiti erano stati contratti da uno dei coniugi per esigenze diverse da quelle familiari<sup>34</sup>. Importante notare che l’art. 170 del codice civile non limita il divieto di esecuzione ai soli crediti sorti successivamente alla costituzione del fondo ma ricomprende nel proprio ambito operativo anche i crediti sorti anteriormente al momento di costituzione dello stesso. Ecco quindi che dalla dottrina si ricava la considerazione che il fondo, oltre ad essere una convenzione matrimoniale che regola i rapporti tra coniugi, costituisce anche, e soprattutto, un istituto che pone un vincolo di destinazione su determinati beni e che discrimina le categorie dei creditori.

Il fondo patrimoniale viene sciolto quando ricorrono le cause previste all’art. 170 del codice civile<sup>35</sup>, mentre ancora si discute sull’ammissibilità dello scioglimento convenzionale e consensuale.

---

<sup>32</sup> Il presupposto affinché possa configurarsi l’istituto del fondo patrimoniale è la necessaria presenza del vincolo coniugale, sebbene i soggetti legittimati a costituire il fondo non siano soltanto i coniugi ma anche i terzi. Questi ultimi possono costituire il fondo, oltre che per testamento, anche per atto tra vivi. In tal caso, tuttavia, l’atto di costituzione si perfeziona con l’accettazione dei coniugi, che può essere contenuta anche in atto pubblico posteriore.

<sup>33</sup> Per quanto riguarda questa nozione, essa deve essere intesa in senso oggettivo. Occorre aver riguardo, in proposito, anche al tenore di vita della famiglia, al fine di valutare le esigenze in modo proporzionale alla sua posizione sociale.

<sup>34</sup> La prova della conoscenza è a carico dei coniugi.

<sup>35</sup> “la destinazione del fondo termina a seguito dell’annullamento o dello scioglimento o della cessazione degli effetti civili del matrimonio. Se vi sono figli minori il fondo dura fino al compimento della maggiore età dell’ultimo figlio. In tale caso il giudice può dettare, su istanza di chi vi abbia interesse, norme per l’amministrazione del fondo. Se non vi sono figli minori si applicano le disposizioni sullo scioglimento della comunione legale”.

Un ulteriore strumento a disposizione di chi vuole coprire il proprio patrimonio è rappresentato dal mandato fiduciario<sup>36</sup>.

Questo strumento è regolamentato dalla legge 23 novembre 1939, n.1966, dal R.D. 22 aprile 1940, n.531, dal D.M. 16 gennaio 1995, dal D.lgs 17 gennaio 2003, n.6 ed il suo utilizzo rappresenta ancora oggi uno dei pochi strumenti giuridici in grado di offrire non solo riservatezza ma anche una garanzia di adeguata e corretta amministrazione dei beni mobili e immobili. Questo strumento è il risultato del riconoscimento dell'attività di amministrazione fiduciaria svolta in via professionale dai soggetti autorizzati dal nostro ordinamento fondata su una relazione giuridica che lega i soggetti autorizzati, che chiameremo società fiduciarie, e il fiduciante. In questo strumento la proprietà dei beni appartiene solo formalmente alla società fiduciaria, che si obbliga ad obbedire a tutte le disposizioni del fiduciante, ivi compreso l'eventuale ordine di restituzione degli stessi, mentre il fiduciante rimane il sostanziale possessore. Il fiduciante quindi può disporre dei beni a oggetto del mandato, purché lo faccia a nome della società fiduciaria. Così facendo il reale proprietario dei beni rimane "nascosto" assicurando la riservatezza dell'effettiva proprietà dei beni e delle partecipazioni sociali. Tale riservatezza si configura come uno specifico obbligo del fiduciario, al quale derogare è lecito solo in riferimento a una specifica indicazione del fiduciante stesso, ovvero in presenza di una specifica previsione normativa che privilegi la trasparenza in tema di accertamenti tributari, bancari ecc. La sussistenza o meno dell'obbligo di comunicazione di determinate informazioni, può sussistere o meno in capo alle società fiduciarie a seconda del soggetto richiedente e della posizione assunta dalla fiduciaria stessa.

---

<sup>36</sup> Felling V. Vedana F., 2007, pp. 1-10.

### **3.3 L'unica voce di ricavo del consulente: la parcella**

#### *3.3.1. Il calcolo della parcella.*

Come ogni professionista, anche il consulente finanziario indipendente nel proprio studio espone un “tariffario” per i propri servizi. Data la peculiarità del proprio lavoro però il consulente si riserva di formulare un preventivo e di far pagare il proprio lavoro in base alla complessità della situazione del cliente<sup>37</sup>.

Il professionista stila un preventivo di spesa, per il proprio intervento e per i servizi che prevede di dover prestare, calcolato in base alla complessità e alla quantità di ore di lavoro di analisi necessarie, alla dimensione del patrimonio, al livello di rischio dello stesso, ai risparmi di costi e commissioni sugli investimenti posti in essere al momento della richiesta.

In base agli elementi appena elencati e ad altri fattori caratteristici del cliente sarà quantificata una parcella, unica retribuzione per il lavoro svolto dal professionista fee only, che come tale non riceve provvigioni da banche o “altri soggetti” in quanto non vende alcun tipo di prodotto finanziario ma svolge attività di analisi e di consulenza in totale assenza di conflitto di interesse. Se quanto appena detto corrisponde a realtà la parcella del consulente si dovrebbe pagare da sola, infatti già il disinvestimento dei prodotti ritenuti inefficienti provocherebbe un immediato sollievo al portafoglio del cliente, eliminando costi inutili. Comunque la parcella calcolata dovrebbe sempre essere inferiore al risparmio che si crea affidandosi ad un professionista indipendente.

---

<sup>37</sup> Consultique SIM S.p.A. [c], 2009, pag. 10

### 3.4 Costi e ricavi a confronto: il break even point.

In economia aziendale il punto di pareggio o break even point (BEP) indica il volume di produzione o fatturato di prodotto o servizio che si presta, necessario per coprire tutti i costi sostenuti al fine di chiudere l'esercizio senza profitti né perdite.

Da questa definizione si ricava facilmente la formula di calcolo del punto di pareggio:

$$\pi = 0$$

$$\pi = R - (CF + CV)$$

sostituendo si trova che

$$R = CF + CV$$

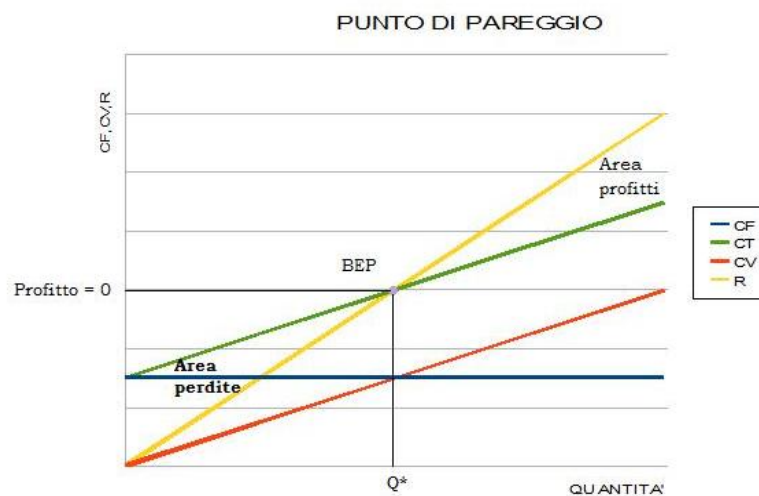
R = ricavi o fatturato;

CF = costi fissi;

CV = costi variabili;

$\pi$  = profitto;

Quando l'uguaglianza sopra indicata è soddisfatta si è raggiunto il punto di pareggio e da quel punto in poi si inizierà a conseguire un profitto positivo mentre, se non si arriva neanche al punto di pareggio si conseguono profitti negativi ovvero perdite economiche. Tutto questo può essere spiegato con il seguente grafico :



3.4.1. *Esempio di Business Plan.*

Dopo aver esposto in via teorica costi e ricavi tipici di un consulente finanziario indipendente si procede, con l'aiuto di alcune ipotesi di costo e di ricavo<sup>38</sup>, alla determinazione del punto di pareggio o break even point.

La tabella seguente espone degli esempi di ricavi annuali previsti per i primi tre esercizi di attività.

<b>Anni</b>	<b>Clients</b>	<b>Parcelle</b>	<b>Totale</b>	<b>Descrizione</b>
Primo	20	€ 3.000	€ 60.000	Continuativa: pianificazione finanziaria
	15	€ 1.000	€ 15.000	Specialistica: singolo intervento consulenziale
	15	€ 1.000	€ 15.000	Spot: asset allocation
				€ 90.000 Totale ricavi primo anno
Secondo	35	€ 3.000	€ 105.000	Continuativa: pianificazione finanziaria
	15	€ 1.000	€ 15.000	Specialistica: singolo intervento consulenziale
	15	€ 1.000	€ 15.000	Spot: asset allocation
				€ 135.000 Totale ricavi secondo anno
Terzo	50	€ 3.000	€ 150.000	Continuativa: pianificazione finanziaria
	15	€ 1.000	€ 15.000	Specialistica: singolo intervento consulenziale
	15	€ 1.000	€ 15.000	Spot: asset allocation
				€ 180.000 Totale ricavi terzo anno

**Tabella 3.1 - Fonte: Consultique Spa**

<sup>38</sup> I dati ipotizzati sono stati estratti da documentazione, fornita da Consultique S.p.A., utilizzata come supporto per i soggetti che intendono intraprendere la carriera di consulenti finanziari indipendenti.

Avendo esposto i possibili ricavi si procede ad esporre i possibili costi<sup>39</sup>, con due tabelle in modo da evidenziare i costi di start up dai costi operativi annuali.

### Fase di Start Up:

---

Fee d'ingresso per entrare a far parte di una partnership con uno Studio associato, punto di riferimento del mercato, sia per la formazione che per l'assistenza durante l'esercizio <sup>40</sup> (una tantum)	€ 5.000
Fotocopiatrice, stampante, varie	€ 1.000
Arredamento ufficio <sup>41</sup>	€ 4.500
Hardware	€ 1.500
<b>COSTI START UP</b>	<b>€ 12.000</b>

---

**Tabella 3.2 - Fonte: Consultique Spa**

---

<sup>39</sup> Per i costi sono stati presi come esempio dei dati reperiti su documentazione fornita da Consultique S.p.A., successivamente però è stato reso necessario aumentare, sulla base della propria esperienza personale, i dati proposti perché sottovalutati.

<sup>40</sup> La fee d'ingresso una tantum include: Master in Fee Only Financial Planning; Contrattualistica (contratti di consulenza); supporto di marketing per l'avvio dell'attività anche con presentazioni in ppt, modelli di lettere, modelli pieghevole, modelli brochure.

<sup>41</sup> Per semplicità e vista la cifra non molto elevata i costi per arredamento si intendono interamente di competenza dell'anno 1 e quindi non si procederà al calcolo degli ammortamenti.

Costi operativi

	<b>Anno 1</b>	<b>Anno 2</b>	<b>Anno 3</b>
Affitto ufficio <sup>42</sup>	€ 30.000	€ 30.000	€ 30.000
Telefono / internet <sup>43</sup>	€ 2.400	€ 2.400	€ 2.400
Altro <sup>44</sup>	€ 36.600	€ 36.600	€ 36.600
Fee annua massima per mantenere la partnership con uno Studio associato, punto di riferimento del mercato per l'assistenza durante l'esercizio e l'aggiornamento <sup>45</sup>	€ 5.400	€ 5.400	€ 5.400
<b>COSTI D'ESERCIZIO</b>	<b>€ 74.400</b>	<b>€ 74.400</b>	<b>€ 74.400</b>
<b>COSTI TOTALI</b>	<b>€ 86.400</b>	<b>€ 74.400</b>	<b>€ 74.400</b>

**Tabella 3.3 - Fonte: Consultique Spa**

Conclusa l'esposizione dei dati di costo e ricavo ipotizzati, di un consulente finanziario indipendente, si passa ora all'analisi di essi e all'individuazione del punto di pareggio o Break Even Point.

Prima di iniziare appare doveroso precisare che i ricavi proposti sembrano piuttosto ottimistici e forse anche troppo elevati se si considera che durante i primi esercizi non si avranno moltissimi clienti, ma sicuramente col passare del tempo essi aumenteranno. Detto questo si procede con l'analisi dei costi e dei ricavi.

Si nota da subito che il servizio più remunerativo è la pianificazione finanziaria, questo tipo di servizio per essere esercitato nel modo migliore richiede un rapporto continuativo tra consulente e cliente, ed è

<sup>42</sup> Si ipotizza un affitto mensile di 2.500€ per un ufficio con due o tre stanze e qualche posto parcheggio riservato per la clientela. Se nell'ufficio sono presenti più consulenti, o comunque più soggetti collaboratori, questa cifra sarà da dividere in parti uguali.

<sup>43</sup> Si ipotizza un contratto telefonico che includa chiamate ed internet illimitate ad un costo mensile di 200€

<sup>44</sup> In questa voce si ipotizza il costo di una collaboratrice (costo comprensivo di oneri sociali e previdenziali 2.500€ mensili), spese per pulizia del locale (200€ mensili), spese di luce e riscaldamento locali (350€ mensili)

<sup>45</sup> La fee annua include: Piattaforma Consultique Mifid compliant; Software con assistenza ed aggiornamento; Assistenza on call su tematiche relative all'operatività quotidiana; assistenza sulle analisi fatte dai consulenti fee only, comunicazione istituzionale e brand image, Marchio Consultique

proprio su questa continuità di servizio che il consulente deve puntare per cercare di avere maggior flussi in entrata possibili, ma soprattutto flussi abbastanza stabili. In questo caso il cliente paga una parcella annuale che viene calcolata caso per caso ma per semplicità nella tabella viene quantificata in 3.000€ annui. Il consulente, però, può essere interpellato anche per un intervento specialistico o momentaneo, ed in questo caso la parcella sarà corrisposta per quel servizio, e non annualmente, anche in questo caso l'importo varierà a seconda della difficoltà e dello sforzo richiesto al consulente per prestare il servizio. Nella tabella viene esposto un valore indicativo di 1.000€ per questi servizi. Per i tre esercizi previsti i ricavi unitari non variano mentre varia, per precisione aumentando, il numero di clienti serviti, ed in particolare si tende a far aumentare il numero di clienti che richiedono un servizio continuativo perché più redditizi e perché, come detto sopra, “stabilizzano” maggiormente i flussi in entrata.

Di segno contrario ai flussi in entrata sono i flussi in uscita, ovvero i costi. Nell'esempio proposto i costi sono stati divisi in due diverse categorie: costi di start up, che gravano quindi solo sul primo esercizio, essendo costi di “inizio attività”, e costi di esercizio che rappresentano i costi in cui incorre il consulente nello svolgere la sua attività operativa. Da un primo sguardo ai costi di start up proposti si può notare che essi non sembrano essere molto elevati, specialmente se confrontati rispetto ai ricavi ipotizzati. Questi costi sono formati da varie voci, tra cui la voce più importante risulta essere quella relativa alla fee d'ingresso in uno Studio associato di riferimento che si occupi anche di formazione, corrisposta una tantum per ottenere un'istruzione appropriata tramite la frequenza ad un master ed il supporto operativo organizzato dallo Studio, sia dal punto di vista della contrattualistica che dal punto di vista del marketing. Una volta avviata l'attività occorre far fronte ai costi d'esercizio; nell'esempio proposto questi costi si aggirano attorno ai 74.400€, suddivisi fra varie voci.

La struttura dei costi, così come presentati, è piuttosto rigida. Infatti, le voci di costo sono per la maggior parte tipicamente fisse.

Nell'analisi dei costi, avere molti costi fissi viene visto come un “pericolo” ma anche come “un'opportunità di maggior profitti” nel caso di superamento del punto di pareggio.

Infatti nell'ipotesi in cui i risultati derivanti dall'attività abbiano sempre trend positivo, una volta raggiunto il punto di pareggio i profitti che seguiranno saranno sempre maggiori<sup>46</sup>. Nel caso proposto, come già accennato, i costi hanno una struttura molto rigida ma è da notare che l'importo di questi costi è sempre minore rispetto ai ricavi ipotizzati<sup>47</sup>. Dall'ipotesi fatta si può quindi dedurre che non dovrebbe essere difficile per il consulente fee only raggiungere il punto di pareggio.

Come spiegato nel paragrafo precedente il punto di pareggio si raggiunge quando tutti i costi sono coperti esattamente dai ricavi, maturando un profitto nullo.

Nel primo anno di esercizio i dati forniti propongono costi totali per un ammontare pari a 86.400€, mentre i ricavi ipotizzati sono ben maggiori, pari a 90.000€ realizzando quindi un primo profitto pari a 3.600€ . Dai dati dell'esempio si può quindi dedurre che il consulente raggiunge e supera il punto di pareggio già dal primo anno di attività. Quanto detto vale per il primo esercizio, infatti per i successivi esercizi il punto di pareggio si abbassa per la mancanza dei costi di start up, fino ad arrivare a 74.400€. Questa cifra rappresenta i costi totali di esercizio, ipotizzati nell'esempio, degli anni successivi al primo e rappresenta anche i ricavi necessari per raggiungere il punto di pareggio ed avere quindi un profitto nullo.

---

<sup>46</sup> L'affermazione vale fino a che non si arriva al punto di saturazione, che richiederà ulteriori investimenti facendo aumentare i costi d'esercizio. Se così non fosse si cercherebbe di servire un numero di clienti che tende ad infinito in modo da aumentare il più possibile i profitti.

<sup>47</sup> Per la maggior professionalità, il consulente potrebbe scegliere di partecipare ad aggiornamenti extra e di utilizzare software ancora più specifici di quelli forniti dallo studio associato. In questo caso i costi aumenterebbero notevolmente facendo aumentare di molto anche il livello del punto di pareggio. Nell'ipotesi fatta però, per semplicità, si è inserita solo la fee annua dello studio associato di riferimento.

## CAPITOLO 4

### **L'ambiente del consulente finanziario indipendente nell'area di riferimento.**

#### **4.1 L'impatto della crisi finanziaria sul mercato.**

L'attuale crisi finanziaria ha modificato in modo rilevante le scelte di allocazione della ricchezza finanziaria di molte famiglie italiane. Di questo cambiamento si è accorta anche l'Autorità di vigilanza del mercato che ha riconsiderato l'importanza dei servizi di consulenza finanziaria nel guidare i comportamenti degli investitori e ha notato che con i loro servizi i consulenti possono contribuire a correggere alcuni errori tipici<sup>48</sup> degli investitori, specialmente i piccoli investitori, creando un impatto positivo sullo sviluppo e sull'efficienza del mercato.

A questo proposito è necessario precisare che cosa si intende per consulenza. Di seguito, quando apparirà nel testo il termine consulenza ci si riferirà ad una situazione di consulenza “attiva”, ovvero ci si riferirà ad una situazione nella quale la famiglia ha ricevuto proposte relative a specifici strumenti o prodotti finanziari dal proprio consulente di fiducia negli ultimi 12 mesi. Si distingue poi la situazione di consulenza “generica” dove la famiglia è stata contattata dal proprio consulente negli ultimi 3 mesi, senza però ricevere proposte di alcun tipo su strumenti specifici o prodotti finanziari. Rimangono le situazioni classificate come consulenza “passiva” e “nessuna consulenza” dove, nel primo caso esiste un consulente di fiducia, ma che non ha fatto proposte né ha con-

---

<sup>48</sup> Gli errori più comuni sono l'eccessiva concentrazione della ricchezza sui depositi, scarsa diversificazione del portafoglio, decisioni sulla base di informazioni inadeguate o incomplete, eccessiva confidenza nelle proprie capacità e competenze, trading eccessivo.

tattato la famiglia, e nel secondo caso la famiglia non possiede un consulente di fiducia.

Sfortunatamente l'Autorità ha rilevato che la diffusione dei servizi di consulenza è ancora limitata, infatti è possibile stimare che solo il 20% delle famiglie italiane riceva effettivamente servizi di consulenza finanziaria. Si è studiato<sup>49</sup> che la diffusione dei servizi di consulenza finanziaria dipende sia da fattori socio economici ma anche da fattori “psicologici” come per esempio la percezione della presenza e dell'intensità di conflitti di interesse o dal giudizio qualitativo sul servizio prestato.

In Italia la crisi finanziari a ha avuto come effetto quello di contribuire a ridurre la propensione degli investitori ad orientarsi e a sottoscrivere strumenti rischiosi, indirizzandoli quindi in massa su strumenti più sicuri e facilmente liquidabili. Chiaramente questo comportamento ha destabilizzato la struttura del sistema finanziario che appare ancora poco orientato verso il mercato ed ancora molto legato alle banche. I servizi di consulenza possono cercare di risolvere, o almeno attenuare questa caratteristica cercando di favorire l'accesso degli investitori nel mercato dei capitali privati, promuovendo lo sviluppo del mercato finanziario e aiutando le famiglie a detenere portafogli diversificati più bilanciati dal punto di vista del rischio e più profittevoli rispetto ai semplici depositi.

Dallo studio di un campione di 2.500 investitori a cura della società GfK Eurisko si è cercato di valutare i cambiamenti delle preferenze conseguenti alla recente crisi finanziaria e di seguito si esporranno i principali risultati per poi ricercare l'esistenza, o meno, delle stesse condizioni nell'area di riferimento.

---

<sup>49</sup> M. Gentile, Siciliano G., 2009.

#### 4.1.1 *Le reazioni dei risparmiatori a livello nazionale.*

Gli eventi destabilizzanti del mercato accaduti recentemente hanno modificato, non di poco, le preferenze dei risparmiatori. Volendo citare un evento di riferimento, dopo il crollo della Lehman Brothers è avvenuto un drastico cambiamento e nelle preferenze dei risparmiatori che si sono diretti in massa, nel periodo tra la fine del 2007 e la fine del 2008, verso strumenti più liquidi e meno rischiosi. La misura di questo spostamento è stimata attorno all'11%, infatti alla fine del 2007 la ricchezza investita in depositi e titoli di Stato era pari al 51% mentre a fine 2008 questa quota si è alzata fino a raggiungere il 62%. Mediante uno studio più attento si è arrivati alla conclusione che questa variazione è dovuta in gran parte alle variazioni di destinazione della ricchezza delle famiglie italiane più ricche. Infatti andando ad analizzare più a fondo i dati si può trovare che anche prima della crisi finanziaria circa il 75% delle famiglie investiva comunque una buona parte di risparmi in prodotti a basso rischio e alta liquidità mentre la restante quota che investiva anche in prodotti più rischiosi, come ad esempio azioni o polizze vita, si distingueva per un livello di ricchezza mediamente più elevato rispetto alle precedenti famiglie.

Oltre che alla variazione di destinazione di ricchezza, si è rilevato anche che si è ridotta la quota delle famiglie italiane che “entra” nel mercato finanziario, cioè che detiene almeno uno strumento o prodotto finanziario rischioso<sup>50</sup> e che ha quindi un'esposizione ai rischi di mercato. I dati disponibili non permettono di stabilire in che misura questi comportamenti, che hanno dato luogo a variazioni così rilevanti, siano stati il frutto di scelte consapevoli, basate su servizi di consulenza, oppure una risposta frettolosa ad una situazione di panico. Certo è che se il 60% delle famiglie italiane che sono nel mercato finanziario non si avvale di servizi di consulenza e gestisce autonomamente il proprio patri-

---

<sup>50</sup> Per esempio: azioni, fondi comuni, gestioni patrimoniali, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione.

monio, ciò fa pensare che la seconda opzione sia la più probabile e fa aumentare il rischio che in caso di forte turbolenza dei mercati finanziari la situazione sia ulteriormente aggravata dai comportamenti frettolosi e irrazionali dei risparmiatori, aumentando ulteriormente volatilità e crisi di liquidità. L'entrata in questo contesto della consulenza finanziaria favorirebbe un processo di “correzione degli errori” nelle scelte di portafoglio e di educazione finanziaria delle famiglie, aiutandole ad entrare più consapevolmente nel mercato finanziario, con una partecipazione più alta e soprattutto una gestione migliore del rischio rapportato al rendimento, anche mediante una appropriata diversificazione, sia di prodotto che a livello geografico<sup>51</sup>.

Riassumendo quindi il consulente dovrebbe impedire che gli investitori commettano gli “errori classici”<sup>52</sup> e adottino decisioni più adeguate. Tutte le considerazioni fatte portano a pensare che il servizio di consulenza dovrebbe essere diffuso in maniera massiccia viste le sue qualità così positive per il mercato e per i suoi attori.

Purtroppo non è proprio così. Infatti, come già introdotto in precedenza, la presenza di situazioni in conflitto di interesse e la struttura di incentivi e remunerazioni del servizio possono indurre alcuni consulenti, evidentemente non indipendenti, a consigliare azioni che portano le famiglie a commettere errori più dannosi di quanto non farebbero da sole. Ecco quindi che la percezione, da parte degli investitori, di situazioni con conflitto di interesse, oppure di servizi di bassa qualità<sup>53</sup> giocano non di certo a favore per l'espansione del servizio di consulenza.

Volendo descrivere un cliente “tipo”, che si avvale della consulenza, si può dire che molto probabilmente il soggetto sarà appartenente ad

---

<sup>51</sup> Le famiglie altrimenti tenderebbero ad investire tutto in pochi prodotti considerati “più sicuri”, ed inoltre tenderebbero a prediligere titoli nazionali.

<sup>52</sup> Gli errori più comuni sono l'eccessiva concentrazione della ricchezza sui depositi, scarsa diversificazione del portafoglio, decisioni sulla base di informazioni inadeguate o incomplete, eccessiva confidenza nelle proprie capacità e competenze, trading eccessivo.

<sup>53</sup> A questo proposito, la valutazione della “qualità” del servizio, misurata sulla base dei rendimenti osservati successivamente alla consulenza, rimane una questione aperta sulla quale la ricerca non fornisce evidenze conclusive. Non si riesce ancora a discriminare i fallimenti di consulenza dovuti a conflitti di interesse da quelli causati da una scarsa competenza o preparazione del consulente.

una famiglia con ricchezza finanziaria medio – elevata<sup>54</sup>. Questa affermazione può trovare fondamento se si riflette sui costi della consulenza (spesso fissi) e sul fatto che il servizio di consulenza comporta dei benefici attesi che sono proporzionali al patrimonio.

Si è registrato che le famiglie con più alto livello di istruzione sono quelle che ricorrono in maniera maggiore al servizio di consulenza, ecco quindi un'ulteriore caratteristica, anche se non fondamentale<sup>55</sup>, del cliente “tipo”.

Gioca un ruolo molto importante per la consulenza anche l'avversione, più o meno marcata, delle famiglie al rischio.

Come risulta dal sondaggio, solo il 7,5% delle famiglie classificate come “altamente avverse al rischio”<sup>56</sup> si avvalgono di una consulenza degna di tale nome, contro il 20% circa delle altre famiglie più propense all'investimento nel mercato finanziario.

Oltre che l'avversione al rischio, molto importante è anche la percezione di eventuali conflitti e il giudizio complessivo sul servizio delle famiglie. Evidentemente le famiglie più soddisfatte dai servizi ricevuti sono più sicure e fidandosi maggiormente del proprio consulente ricorreranno in maniera maggiore ai consigli di esso mentre le famiglie che dubitano della correttezza del proprio consulente interromperanno il rapporto con quest'ultimo.

Riassumendo in breve quanto appena detto si può dire che i servizi di consulenza, così come intesi e disciplinati dalla MiFID, sono ancora poco diffusi, e che sono presenti prevalentemente in famiglie con ricchezza finanziaria medio alta e poco avverse al rischio. Complessivamente queste famiglie hanno un portafoglio più diversificato e meno

---

<sup>54</sup> Solo il 10% delle famiglie con bassa ricchezza ricevono servizio di consulenza, contro il 50% delle famiglie con ricchezza elevata.

<sup>55</sup> Non è stata ancora dimostrata una correlazione fra il livello di istruzione della famiglia e la diffusione del servizio di consulenza.

<sup>56</sup> Si assume che una famiglia abbia un'avversione al rischio elevata quando alla domanda “Ci sono persone che sarebbero disposte ad investire i propri risparmi in prodotti finanziari, ma solo a certe condizioni. Quali motivi potrebbero convincerla a fare investimenti?” nella risposta si indicano esclusivamente le opzioni “avere la garanzia della restituzione del capitale investito” oppure “avere un rendimento minimo garantito”.

concentrato sui depositi e titoli di Stato favorendo la diffusione del risparmio gestito.

Una maggior diffusione ed un aumento della qualità dei servizi di consulenza porterebbero dunque ad un innalzamento dei livelli di tutela degli investitori, minimizzando i costi per la collettività dell'azione di vigilanza, favorirebbero l'accesso degli investitori nel mercato dei capitali privati promuovendone lo sviluppo e nei periodi turbolenti potrebbero far diminuire la tendenza a comportamenti irrazionali e frettolosi, dovuti al panico, che porterebbero i risparmiatori ad adottare strategie che esasperano le crisi di liquidità e le pressioni ribassiste.

### **4.2 Le regioni di riferimento.**

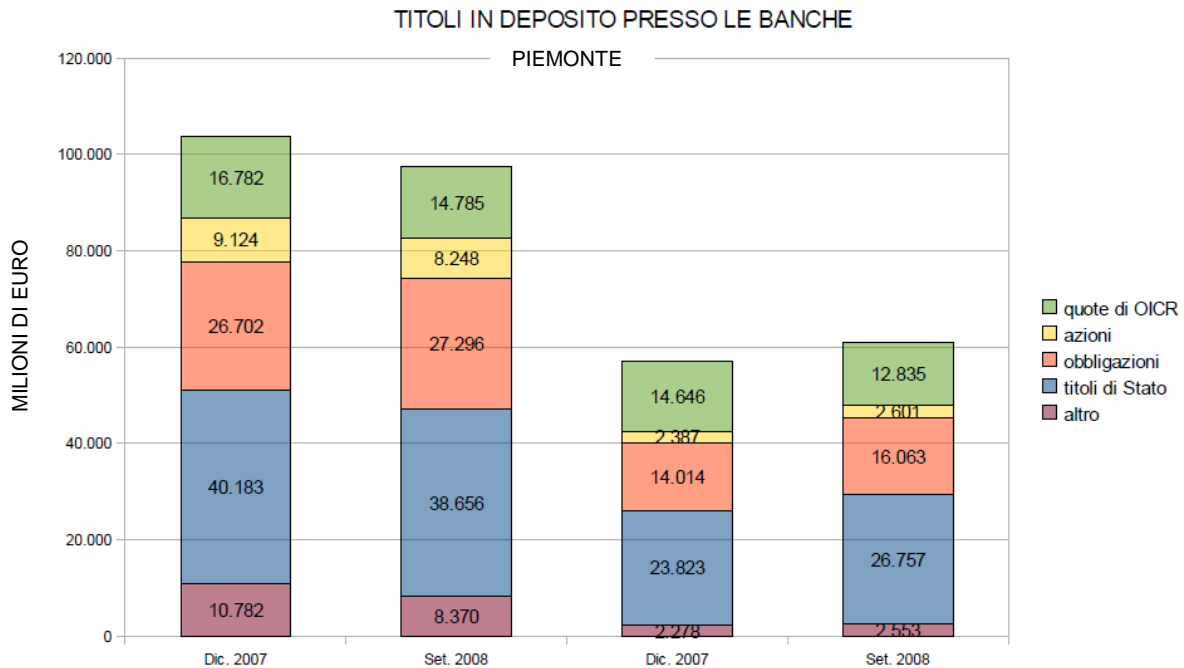
Di seguito saranno analizzate le condizioni di alcune regioni del Nord Italia per cercare di capire come il mercato si stia evolvendo.

Le cinque regioni studiate sono le seguenti: Piemonte, Lombardia, Trentino Alto Adige, Veneto e Friuli Venezia Giulia. Si cercherà di capire quali siano le condizioni del mercato finanziario analizzando alcuni dati come per esempio i premi riscossi dalle compagnie assicurative, distinti in premi per danni e premi per il ramo vita. Saranno anche analizzati i dati messi a disposizione dalla Banca d'Italia in merito ai Titoli depositati e gestiti presso le banche, alla raccolta bancaria diretta, per cercare di capire le abitudini di investimento di famiglie e di imprese con lo scopo di identificare l'esistenza delle condizioni precedentemente esposte.

### **4.3 Le modalità di investimento dei risparmiatori.**

#### *4.3.1 La regione Piemonte.*

Il grafico seguente rappresenta la ricchezza investita dai risparmiatori, espressa in milioni di euro, presso le banche.



**Figura 4.1 - Fonte: Banca d'Italia**

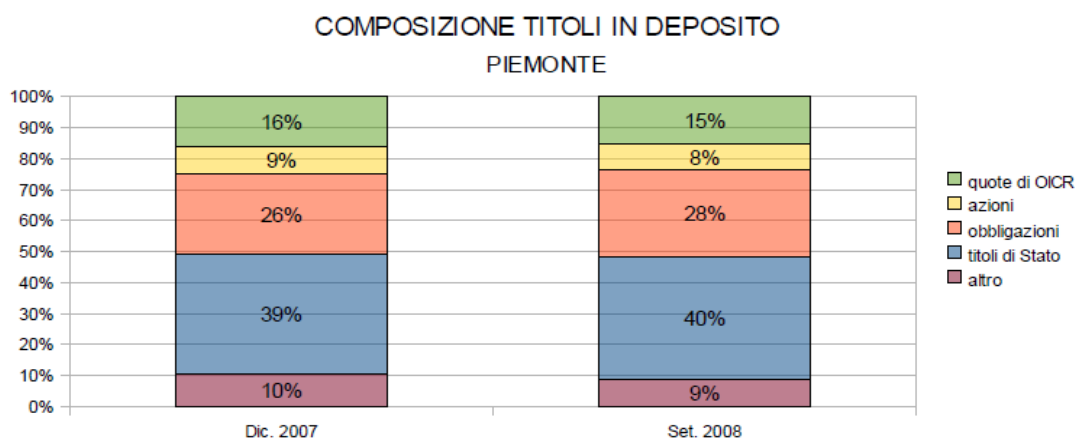
Il grafico rappresenta i dati<sup>57</sup> complessivi degli investimenti effettuati, in titoli a custodia semplice e amministrata, per poi evidenziare dagli investimenti totali gli investimenti a capo delle sole famiglie consumatrici.

Come si può subito notare tra dicembre 2007 e settembre 2008 la ricchezza finanziaria investita, espressa in valore, è diminuita. Tale diminuzione è il risultato delle decisioni di portafoglio degli attori del mercato dei capitali. Dai dati risulta che le famiglie fiduciose nel mercato, perché diminuiscono la ricchezza destinata alle quote di strumenti collettivi di investimento del risparmio (OICR) ma mantengono gli investimenti nelle altre forme, più o meno rischiose, come ad esempio azioni, obbligazioni e titoli di Stato. Gli altri attori presenti sul mercato probabilmente non la pensano alla stessa maniera, visto che nel complessivo la ricchezza destinata al mercato dei titoli è diminuita.

Mediante il grafico seguente si descrive la variazione della composizione dei titoli in deposito, ponendo pari a cento la ricchezza investi-

<sup>57</sup> Vedi tabella 4.1 nella sezione "Allegati".

ta<sup>58</sup>, in modo da poter evidenziare le variazioni e successivamente effettuare un confronto con le altre regioni.



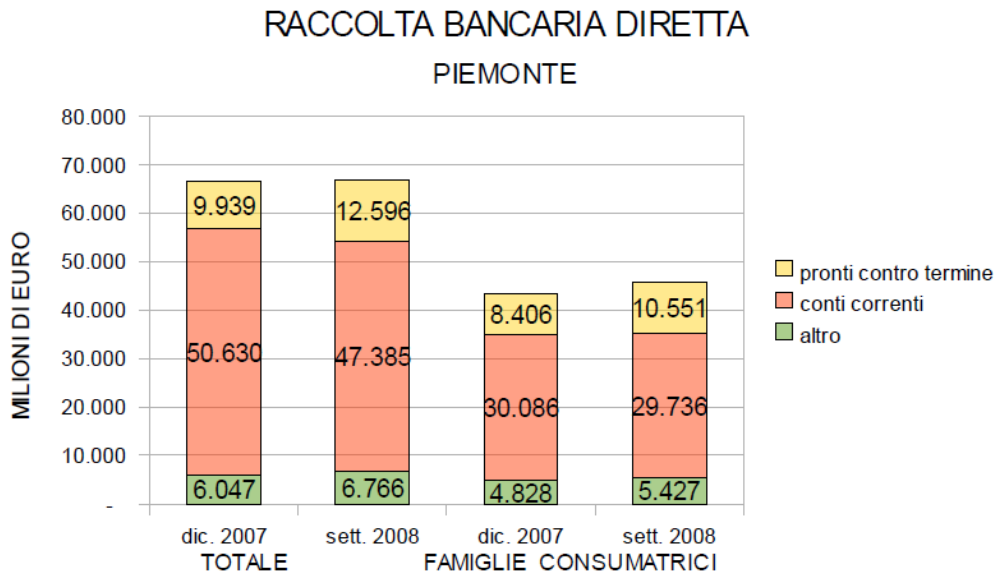
**Figura 4.2 - Fonte: Banca d'Italia**

Come si può notare da questo secondo grafico, la destinazione della ricchezza, nel periodo considerato varia, anche se in maniera lieve. Già da un primo sguardo al grafico si può notare che il 40% della ricchezza è investita in titoli di Stato, che per antonomasia sono considerati i titoli più sicuri. Essi, in percentuale, riscuotono maggior ricchezza per un punto percentuale ed aumenta anche la quota di ricchezza destinata alle obbligazioni, viste più sicure rispetto alle azioni e ad un investimento in OICR. È facilmente intuibile che la maggior ricchezza investita in questi strumenti è stata in qualche modo “tolta” da azioni e OICR che “attirano” meno ricchezza.

Per completezza, si considera anche il vasto mercato della raccolta diretta<sup>59</sup> effettuata dalle banche, che è stata poi suddivisa in tre categorie: la raccolta mediante conto corrente e la raccolta tramite pronti contro termine e la terza categoria che racchiude gli altri strumenti.

<sup>58</sup> Vedi tabella 4.1 nella sezione “Allegati”.

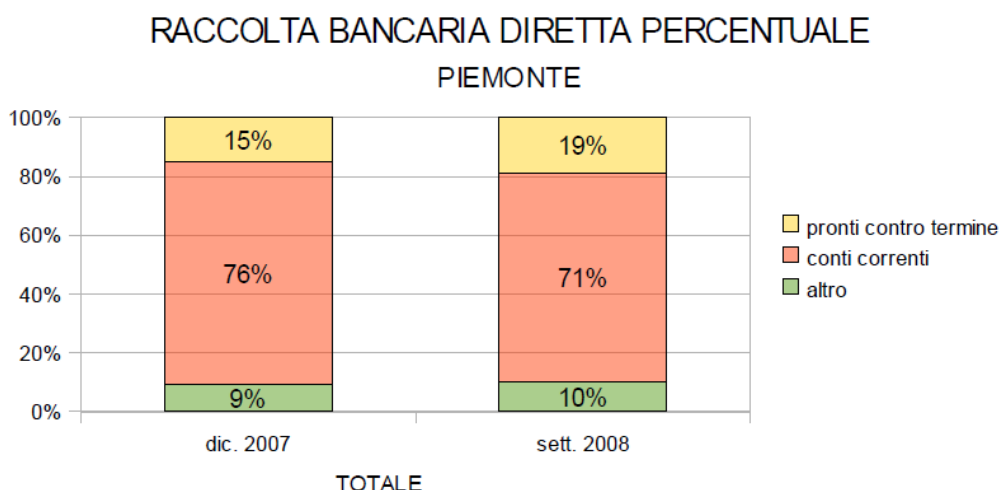
<sup>59</sup> Vedi tabella 4.2 nella sezione “Allegati”.



**Figura 4.3 – Fonte: Banca d'Italia**

Nel periodo considerato la raccolta tramite questi strumenti è lievemente aumentata. In particolare, tra gli attori del mercato, anche le famiglie seguono l'andamento dominante, destinando maggior ricchezza alla raccolta bancaria diretta. In riferimento a quest'ultima categoria, si può notare da subito che le preferenze per gli strumenti utilizzati sono leggermente cambiate. Le famiglie consumatrici infatti, aumentano l'investimento in pronti contro termine, a discapito dei depositi in conto corrente che calano lievemente. Per apprezzare maggiormente le variazioni di destinazione di ricchezza nella raccolta diretta si è costruito il seguente grafico<sup>60</sup>, che mostra gli stessi dati del grafico precedente e espressi in valore percentuale.

<sup>60</sup> Vedi tabella 4.2 nella sezione "Allegati".



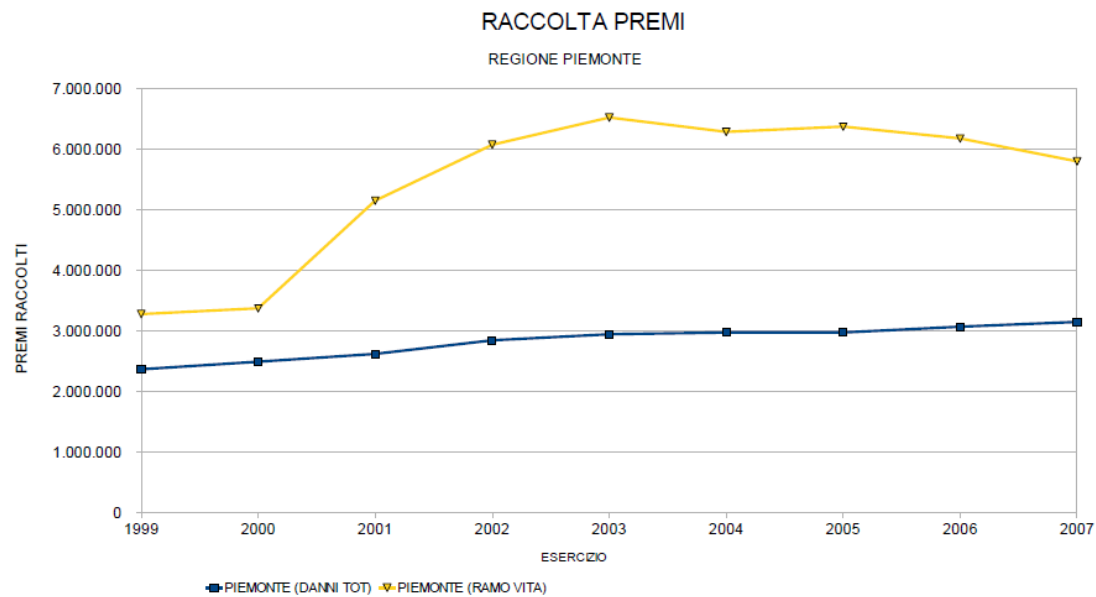
**Figura 4.4 - Fonte: Banca d'Italia**

Da questo grafico è evidente che gli attori del mercato della raccolta diretta piemontese, nel passaggio da dicembre 2007 a settembre 2008 hanno cambiato le proprie preferenze, a netto favore dei pronti contro termine e a discapito dei conti correnti.

Per cercare di approfondire ulteriormente l'andamento del mercato si è studiato anche l'andamento dei premi raccolti dalle assicurazioni in questa regione. Il grafico seguente<sup>61</sup> mostra l'andamento della raccolta durante il periodo tra l'esercizio 1999 e l'esercizio 2007. Come si può vedere dal grafico i premi raccolti sono stati suddivisi a seconda della destinazione, andando a formare due classi di dati: rami danni totali e ramo vita<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> Vedi tabella 4.3 nella sezione "Allegati".

<sup>62</sup> Dal punto di vista degli investimenti interessa solo il ramo vita, ma per completezza e per avere una voce di confronto si è preferito mantenere anche il ramo danni totali.



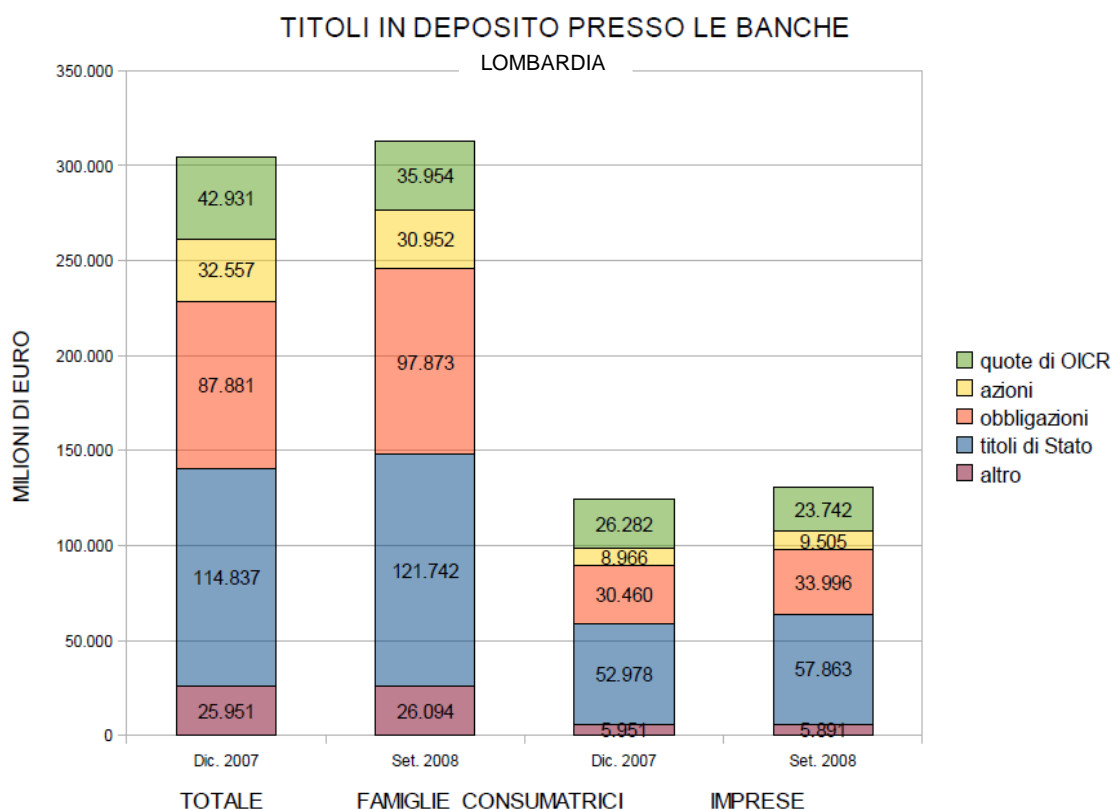
**Figura 4.5 - Fonte: ISVAP**

La prima cosa che si nota nel grafico è l'andamento in salita, fino all'esercizio 2003, del ramo vita. Come si può vedere infatti la raccolta tramite i premi per assicurazioni sulla vita ha molto successo, duplicando quasi la raccolta, se si considerano i dati relativi all'esercizio 2000, per poi arrivare al dato registrato nel 2003. Dopo l'esercizio 2003 la raccolta tramite i premi del ramo vita calano. Tale calo però non è da imputarsi ad un calo di domanda ma ad una variazione dell'offerta. Infatti con l'entrata in vigore dell'accordo Basilea 2, alle banche non è più risultato così conveniente proporre investimenti in polizze assicurative perché esse richiedevano un investimento di capitale, da parte di queste ultime, pari all'importo sottoscritto, che risulterà poi nella sezione dell'attivo del bilancio. Prima dell'introduzione di questo accordo le condizioni economiche per le banche erano ben diverse e sicuramente più profittevoli. Bastava infatti sottoscrivere una quota minima di ciò che veniva offerto rendendo tutto più vantaggioso. Con il variare di questa condizione le banche hanno ritenuto più opportuno offrire altri strumenti limitando le proposte di polizze assicurative. Durante tutto il periodo considerato, la raccolta di premi per il ramo vita sovrasta la rac-

colta nei rami danni e segnala che gli investitori sono disposti ad investire in questo ramo. Questa caratteristica si presenta anche a livello nazionale ed è presente in moltissime regioni, ma come vedremo in seguito, non è così scontata.

#### 4.3.2 La regione Lombardia.

Anche per questa regione si osservi il primo grafico<sup>63</sup>, che rappresenta la ricchezza finanziaria investita in titoli presso le banche.



**Figura 4.6 - Fonte: Banca d'Italia**

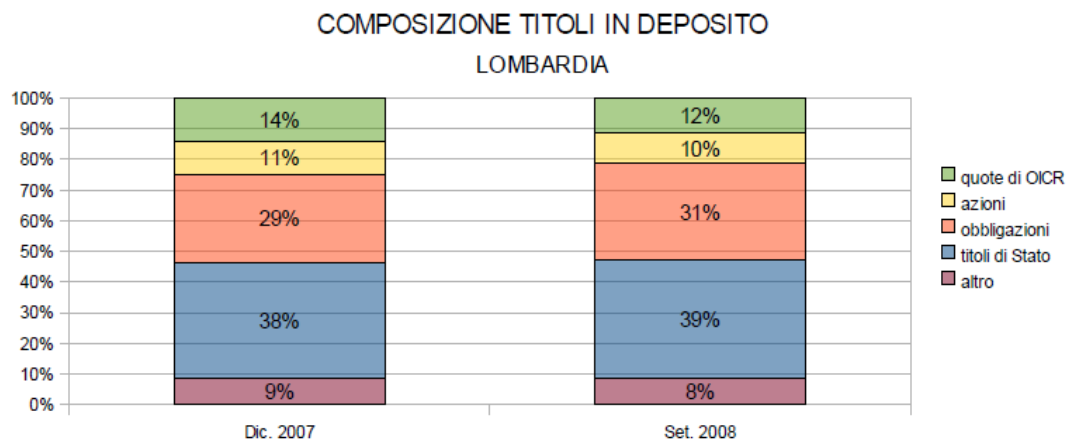
Come per la regione precedente, il grafico mostra nella prima colonna la ricchezza investita, nella regione Lombardia, in titoli in deposito presso le banche ed il periodo studiato è sempre lo stesso, dicembre 2007 e

<sup>63</sup> Vedi tabella 4.4 nella sezione “Allegati”.

settembre 2008. L'altra colonna mostra la ricchezza investita in titoli di proprietà delle famiglie consumatrici.

In questo secondo caso, nel periodo considerato, la ricchezza finanziaria investita nel deposito titoli aumenta. Tale aumento però è dovuto al maggior investimento in strumenti sicuri, come titoli di Stato e obbligazioni, che aumentano il proprio valore, mentre, come nel caso precedente, cala il ricorso ad investimenti di tipo azionario o in organismi collettivi del risparmio. A questo proposito c'è da notare che le famiglie mantengono l'investimento in azioni, e da parte loro, lo fanno leggermente aumentare, anche se sul totale l'andamento risulta negativo. L'investimento in quote di OICR invece registra un calo.

Il grafico seguente<sup>64</sup> ha lo scopo di mostrare la composizione degli investimenti, nei due periodi considerati, posta la ricchezza investita pari a cento, in modo da poter apprezzare le variazioni percentuali di destinazione di essa.



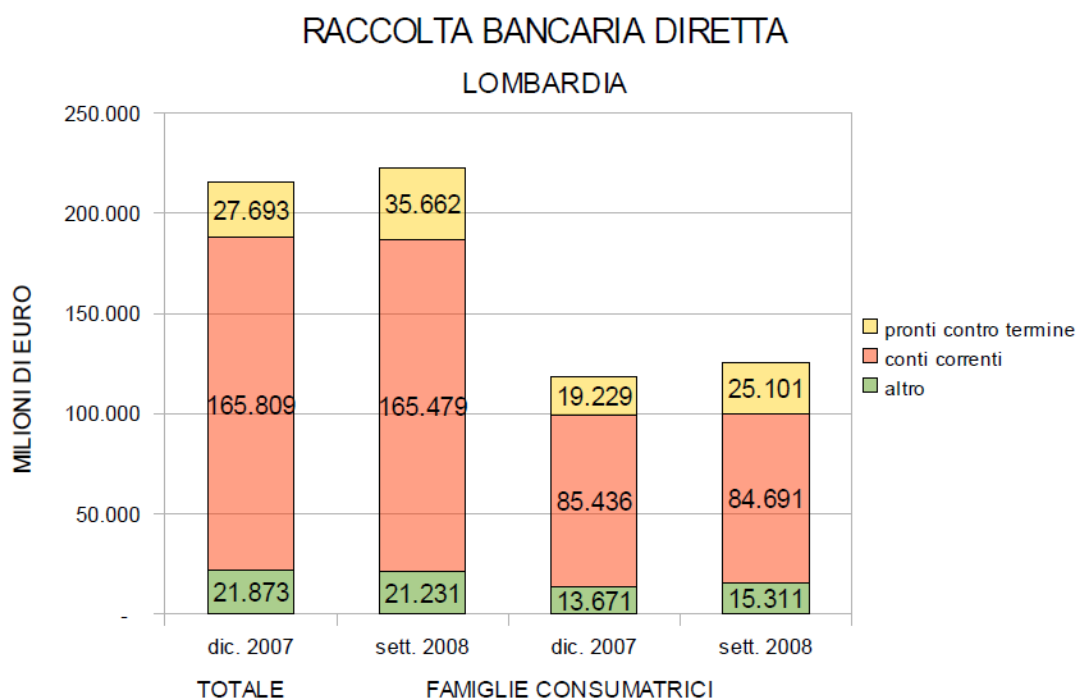
**Figura 4.7 - Fonte: Banca d'Italia**

Anche in questo caso non rimane che notare la variazione di preferenza degli attori del mercato, che preferiscono sempre più gli strumenti che garantiscono una maggior sicurezza. Se si considera la quota di ricchezza investita in titoli di Stato e obbligazioni si nota che ben il 70% della ricchezza totale, a settembre 2008, è stata concentrata in

<sup>64</sup> Vedi tabella 4.4 nella sezione "Allegati".

questi due strumenti, segnalando una forte avversità al rischio da parte degli investitori sul mercato.

Avendo illustrato la raccolta tramite titoli, si passa ora a rappresentare la raccolta bancaria diretta mediante il seguente grafico<sup>65</sup>.



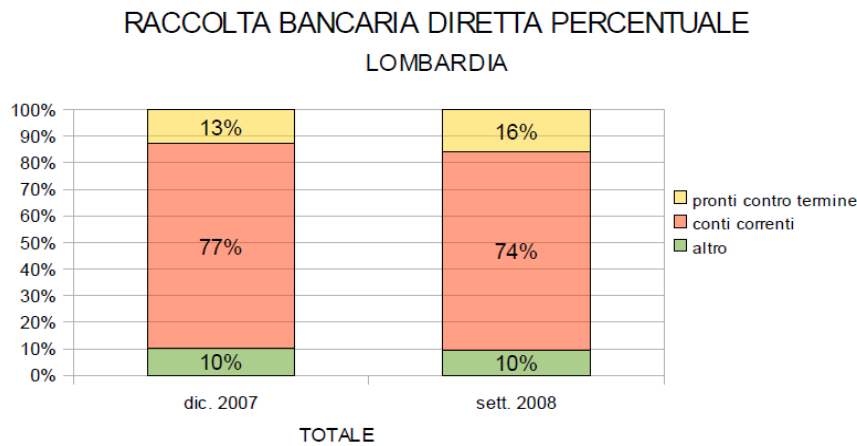
**Figura 4.8 - Fonte: Banca d'Italia**

Il grafico esprime un andamento della raccolta diretta positivo, principalmente per merito dei pronti contro termine, che riscuotono successo tra i risparmiatori perché maggiormente sicuri e maggiormente profittevoli rispetto ad un conto corrente. Tale aumento è confermato anche dalle famiglie consumatrici. Queste ultime, tra gli strumenti della raccolta diretta, preferiscono nettamente i pronti contro termine, a discapito dei conti correnti che registrano un lieve calo.

Per evidenziare meglio le variazioni percentuali si è costruito il seguente grafico<sup>66</sup> che mostra i medesimi valori della raccolta diretta, espressi però in percentuale.

<sup>65</sup> Vedi tabella 4.5 nella sezione "Allegati".

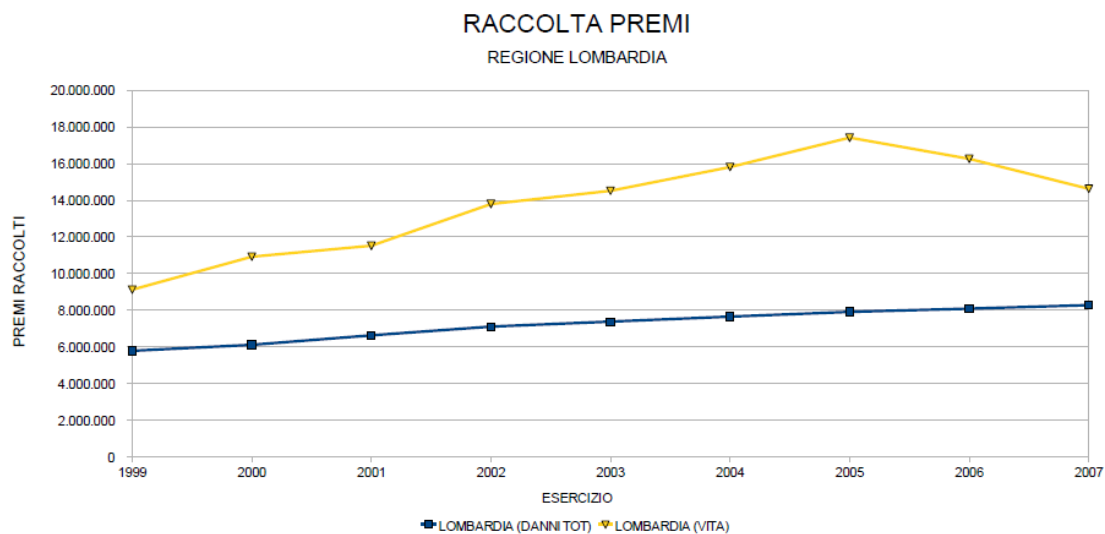
<sup>66</sup> Vedi tabella 4.5 nella sezione "Allegati".



**Figura 4.9 - Fonte: Banca d'Italia**

Emerge anche in questo caso la maggior destinazione di ricchezza allo strumento di pronti contro termine a discapito dei conti correnti che scendono dal 77% al 74%.

Si analizza, con il grafico seguente<sup>67</sup>, l'andamento dei premi assicurativi raccolti, nel medesimo periodo considerato, ovvero quello compreso tra gli esercizi 1999 e 2007.



**Figura 4.10 - Fonte: ISVAP**

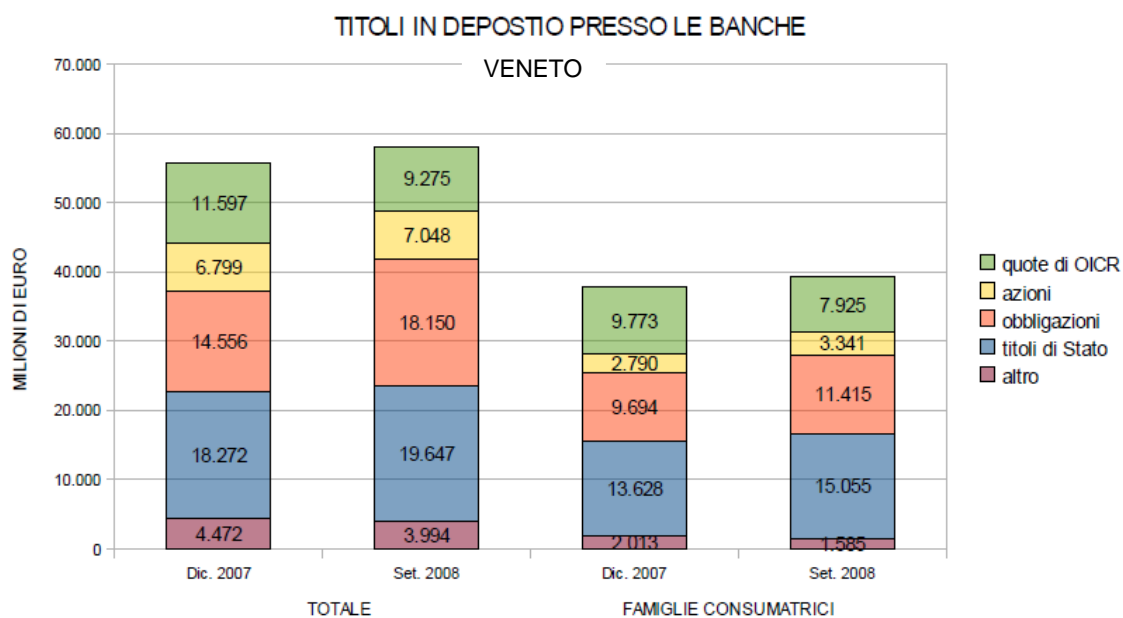
Il ramo con andamento più favorevole risulta essere il ramo vita, questo almeno fino all'esercizio 2005, poi il mercato registra una vera e propria inversione di andamento, dovuta anche, come sopra spiegato, all'introduzione dell'accordo Basilea 2. Anche in questo caso si può no-

<sup>67</sup> Vedi tabella 4.6 nella sezione "Allegati".

tare che i premi raccolti con polizze assicurative sulla vita sono di gran lunga maggiori, rispetto alla raccolta tramite i premi per il ramo danni. Quest'ultimo registra a sua volta un aumento costante, anche se in misura molto più lieve.

### 4.3.3 La regione Veneto.

Di seguito sarà descritta e commentata la situazione relativa alla regione Veneto. Come di solito il primo grafico<sup>68</sup> proposto è quello relativo ai titoli in deposito presso le banche.



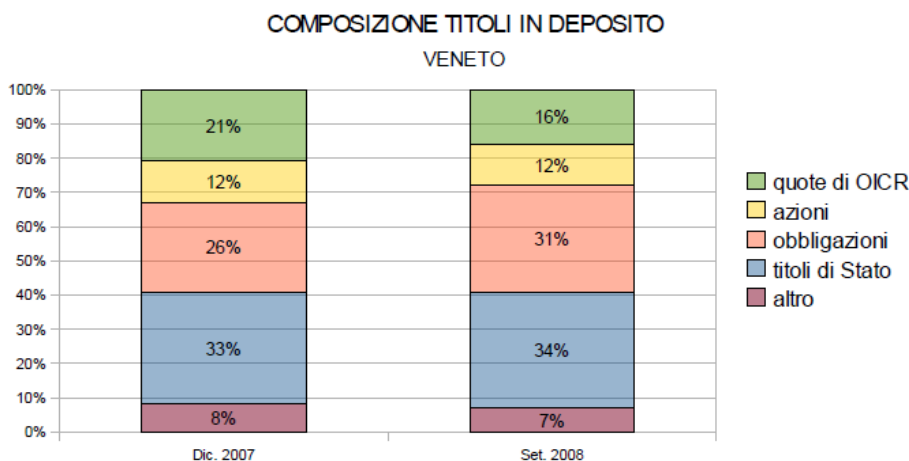
**Figura 4.11 - Fonte: Banca d'Italia**

Come si può notare dalle prime due colonne, nel complessivo la ricchezza destinata ai titoli in custodia semplice ed amministrata, nel passaggio da dicembre 2007 a settembre 2008 aumenta. Tale aumento è sicuramente supportato dalle famiglie consumatrici che aumentano gli investimenti. In questo caso non sembrano registrarsi reazioni molto forti alla crisi finanziaria. Infatti i titoli azionari, che in altri contesti venivano abbandonate, in questo caso mantengono la propria quota di ricchezza,

<sup>68</sup> Vedi tabella 4.7 nella sezione "Allegati".

aumentando leggermente. Tengono anche tutti gli altri strumenti eccezion fatta per le quote di investimento in strumenti collettivi (OICR) che calano in maniera abbastanza forte. Questo calo è compensato con la maggior destinazione di ricchezza agli strumenti più sicuri come le obbligazioni ed Titoli di Stato. In particolar modo questa variazione di preferenze sugli investimenti è avvenuta da parte delle famiglie consumatrici, come indicano le colonne a destra del grafico.

Quanto appena detto è rappresentato ancor meglio nel grafico<sup>69</sup> seguente, che ripropone le percentuali relative di composizione dei titoli in deposito presso le banche venete.



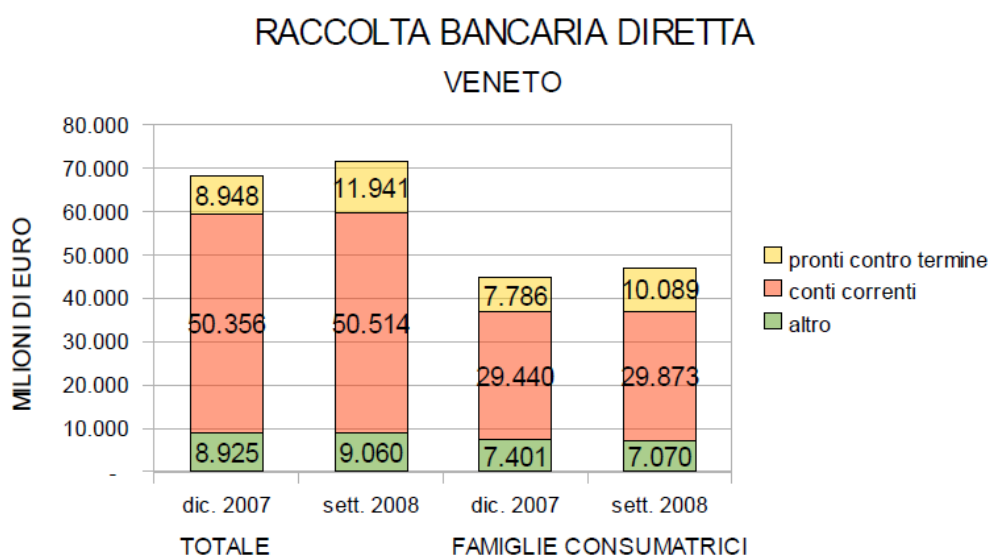
**Figura 4.12 - Fonte: Banca d'Italia**

Dal grafico sopra esposto si può vedere che in questo caso i risparmiatori hanno un avversione al rischio abbastanza elevata, in quanto la maggioranza della ricchezza è investita in strumenti sicuri, quota che a settembre 2008 aumenta fino a superare la soglia del 60%. Tale aumento va a discapito delle quote OICR che calano arrivando a coprire solo il 16% della ricchezza investita mentre nel periodo precedente coprivano più di un quinto del totale investito. L'investimento in azioni, tipicamente rischiose, per il momento sembra convincere ancora gli investitori che mantengono costanti le proprie decisioni di impiego di ricchezza facendo aumentare in pari proporzione ricchezza totale investita e ricchezza in-

<sup>69</sup> Vedi tabella 4.7 nella sezione "Allegati".

vestita nello strumento azionario, così da mantenere la percentuale relativa sempre allo stesso livello, che in questo caso ammonta a dodici punti percentuali.

Dopo aver considerato la raccolta tramite titoli, si passa all'analisi della raccolta bancaria diretta mediante i due seguenti grafici<sup>70</sup>, che rappresentano i dati registrati rispettivamente in valori assoluti ed in valori percentuali.

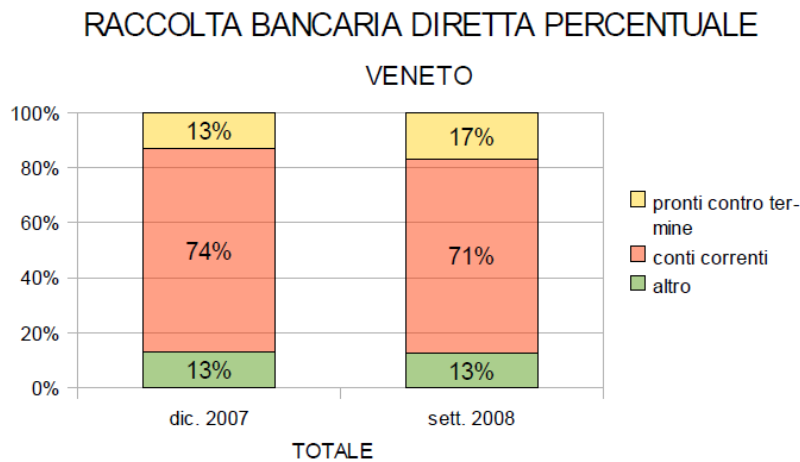


**Figura 4.13 - Fonte: Banca d'Italia**

Anche in questo caso è confermata la tendenza dei risparmiatori di destinare maggior ricchezza alla raccolta diretta bancaria. Nella regione studiata l'aumento di ricchezza investita complessivo è sostenuto da un aumento di investimento in tutti gli strumenti a disposizione, in particolare modo riscuotono molto successo i pronti contro termine. L'andamento globale è parzialmente confermato anche dalle famiglie consumatrici. Queste ultime investono una quota maggiore della propria ricchezza in raccolta diretta, ma preferiscono gli strumenti di pronti contro termine e di conto corrente e, a differenza del mercato, lasciano calare gli investimenti negli altri strumenti. Per rappresentare meglio le

<sup>70</sup> Vedi tabella 4.8 nella sezione "Allegati".

variazioni delle componenti della raccolta diretta si è costruito il secondo grafico<sup>71</sup> che riporta i valori in misura percentuale.



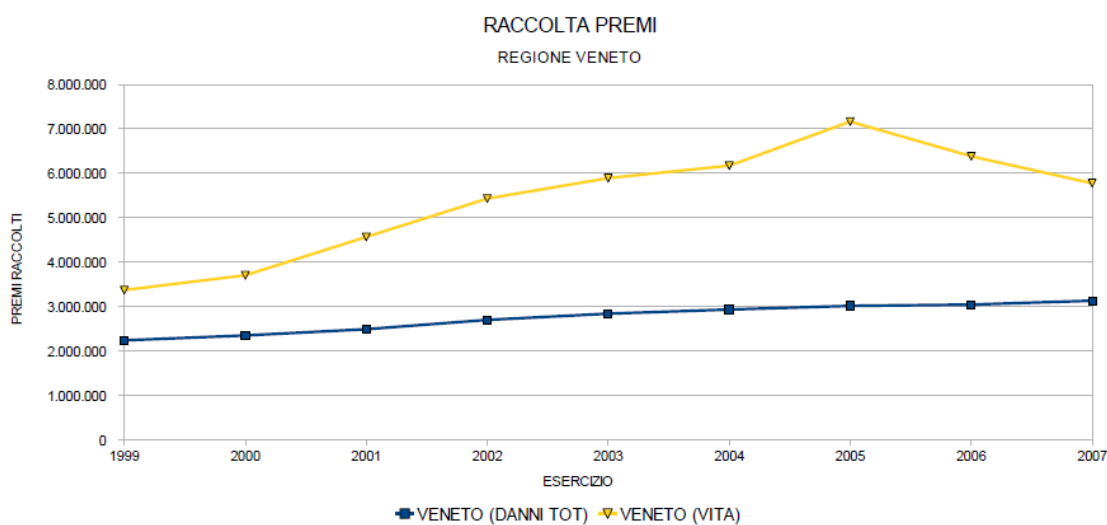
**Figura 4.14 - Fonte: Banca d'Italia**

Le percentuali appena calcolate e rappresentate nel grafico qui sopra segnalano un aumento, a livello globale, degli investimenti in pronti contro termine e un investimento percentuale stabile negli altri strumenti. Da un primo superficiale sguardo il dato sui conti correnti potrebbe sembrare sbagliato visto che sopra si è affermato che anche l'investimento in conto corrente è aumentato mentre la percentuale risulta in diminuzione. La ragione della minor percentuale riferita ai conti correnti è da ricondursi al fatto che la variazione, seppur positiva, dei conti correnti è minore della variazione della ricchezza totale investita.

Per cercare di capire ancor meglio la situazione veneta, come per le altre regioni, si procede ora ad analizzare il grafico riportante l'andamento della raccolta premi assicurativi dei vari rami<sup>72</sup>, nel solito periodo considerato, che va dall'esercizio 1999 all'esercizio 2007.

<sup>71</sup> Vedi tabella 4.8 nella sezione "Allegati".

<sup>72</sup> Vedi tabella 4.9 nella sezione "Allegati".



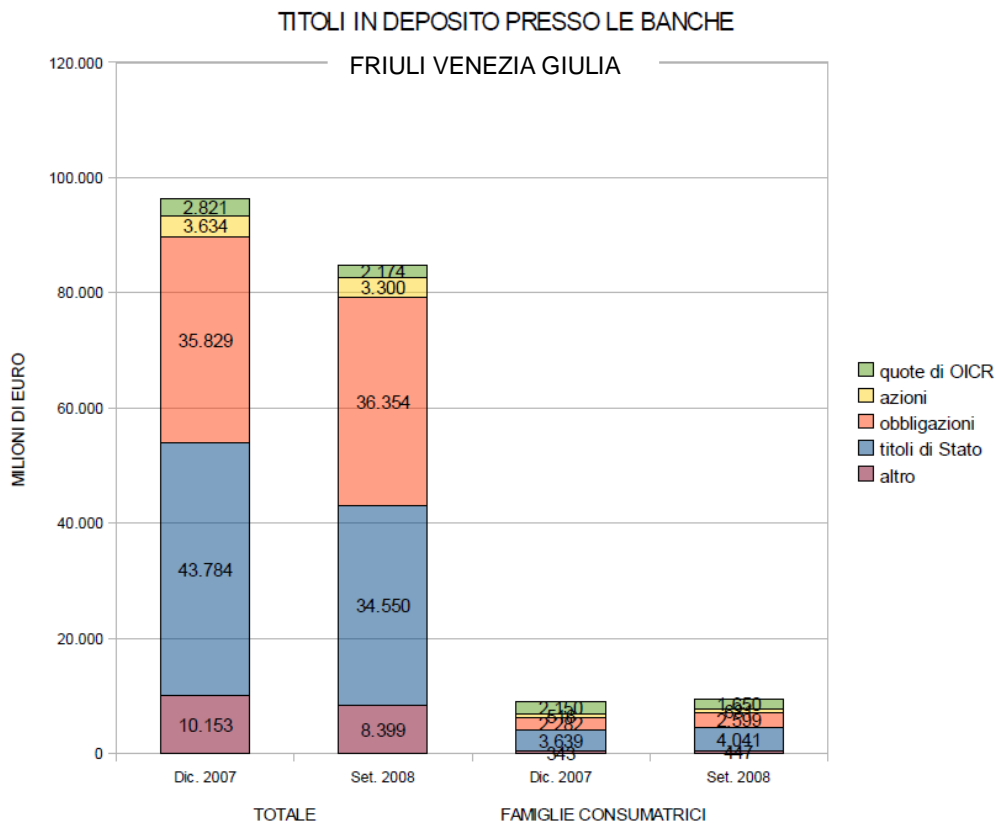
**Figura 4.5 - Fonte: ISVAP**

Dal grafico proposto sopra si può notare che anche in questo caso i premi raccolti nel ramo vita superano in maniera più che abbondante la raccolta effettuata tramite il ramo danni. La raccolta sul ramo vita, fino all'esercizio 2005, ha sempre registrato un andamento positivo e nel passaggio dal 1999 al 2005 si è duplicata. Dall'esercizio 2005 in poi però, variazioni delle condizioni del mercato, sicuramente dovute anche all'accordo di Basilea2, ha reso difficile continuare a sostenere la raccolta tramite questo strumento. Si nota subito che durante gli ultimi due esercizi considerati la raccolta del ramo vita registra un andamento negativo. Al contrario il ramo danni, durante tutto il periodo considerato, mantiene il suo andamento positivo, anche se in misura minore.

#### 4.3.4 *La regione Friuli Venezia Giulia*

Il Friuli Venezia Giulia è la regione che di seguito sarà osservata ed analizzata. Come per le altre regioni, anche in questo caso si presenteranno i medesimi grafici sopra proposti per l'analisi della situazione del mercato. Il primo grafico<sup>73</sup> da analizzare è quello relativo ai titoli in deposito presso le banche

<sup>73</sup> Vedi tabella 4.10 nella sezione "Allegati".

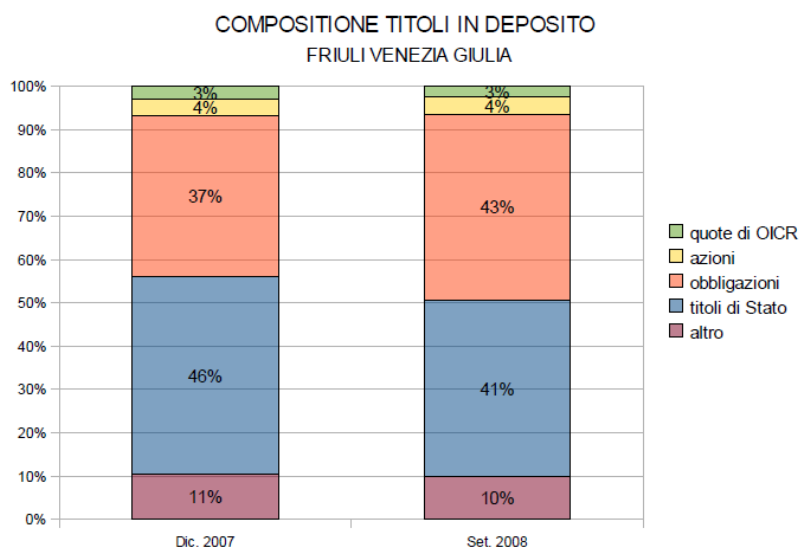


**Figura 4.16 - Fonte: Banca d'Italia**

Come si può vedere dalle prime due colonne del grafico, la ricchezza finanziaria investita complessivamente subisce un brusco calo tra dicembre 2007 e settembre 2008. Dai dati arriva il segnale che in questo caso le percezioni dei risparmiatori sul mercato non sono positive, e che la ricchezza finanziaria messa a disposizione dell'investimento in titoli non è più pari a quella del periodo precedente. Ponendo l'attenzione sulle barre più a sinistra del grafico emerge che le famiglie contribuiscono molto poco, rispetto alle altre regioni studiate, alla raccolta tramite i titoli. Da quanto appena detto si può concludere che le famiglie sono talmente avverse al rischio che preferiscono destinare altrove la propria ricchezza finanziaria, oppure che dispongono di poca ricchezza finanziaria, e quindi poco sono poco disposte ad investirla. Ulteriore conferma dell'elevata avversione al rischio di questa regione sono le preferenze degli attori sul mercato che cadono in modo massiccio e concentrato sugli strumenti più sicuri come le obbligazioni ed i titoli di Stato. Quan-

to appena detto fa concludere che gli investimenti considerati complessivamente sono molto poco differenziati. Inoltre, preferendo strumenti più sicuri che pagano interessi meno elevati, gli investimenti risultano sicuramente meno profittevoli di quanto potrebbero essere.

Si trova ulteriore conferma di quanto appena sostenuto nel seguente grafico<sup>74</sup> che ripropone la composizione percentuale degli investimenti.



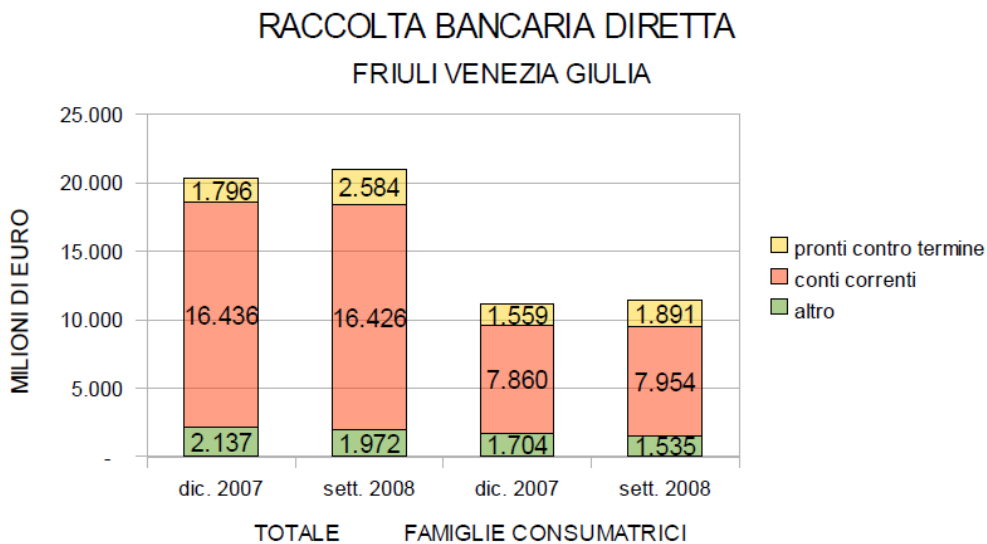
**Figura 4.17 - Fonte: Banca d'Italia**

Dal grafico qui sopra emergono le preferenze registrate sul mercato, e si può facilmente notare che gli strumenti in assoluto maggiormente sottoscritti sono i titoli di Stato e le obbligazioni. L'investimento in azioni e quote di OICR rimane costante a livelli minimi. I due strumenti, anche se considerati complessivamente non arrivano a coprire neanche il 10% del totale ricchezza investita. Nel passaggio dal primo periodo considerato al secondo si può notare una variazione di preferenze degli investitori che preferiscono togliere ricchezza ai titoli di Stato buttandosi nell'investimento sulle obbligazioni. Questo grafico mostra in maniera ancor più inequivocabile, l'enorme avversione al rischio degli investitori che si era notata anche con il grafico precedente. Titoli di Stato ed ob-

<sup>74</sup> Vedi tabella 4.10 nella sezione "Allegati".

bligazioni coprono una quota elevatissima di ricchezza investita, arrivando a sfondare la soglia dell'80% del totale nel periodo di settembre 2008.

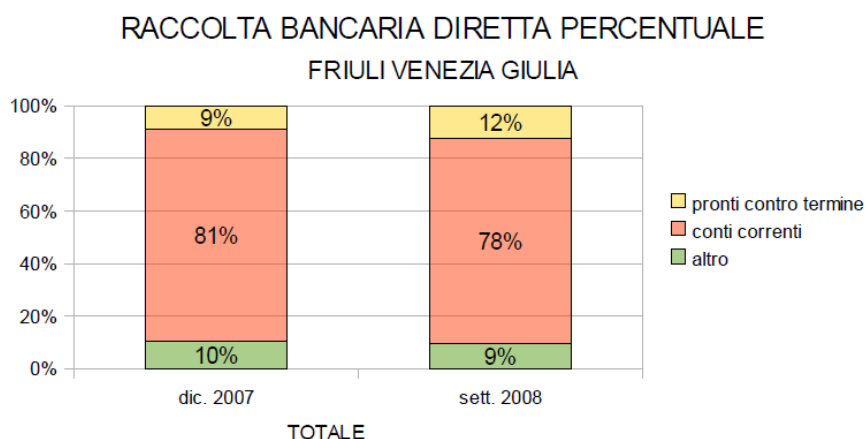
Si procede ora con l'osservazione ed il commento dei grafici<sup>75</sup> rappresentanti la raccolta diretta.



**Figura 4.18 - Fonte: Banca d'Italia**

Come anticipato prima, tutti gli attori del mercato comprese le famiglie consumatrici sembrano essere molto avversi al rischio. La minor ricchezza destinata al mercato dei titoli è stata parzialmente re - indirizzata verso il mercato della raccolta bancaria diretta ed i suoi strumenti più sicuri. Dal grafico emerge che i conti correnti registrano delle variazioni molto lievi, mentre risultano in netto aumento i pronti contro termine. Tali variazioni di preferenze sono segnalate e rappresentate ancora meglio nel grafico che segue, che riporta i dati della raccolta diretta totale in misura percentuale.

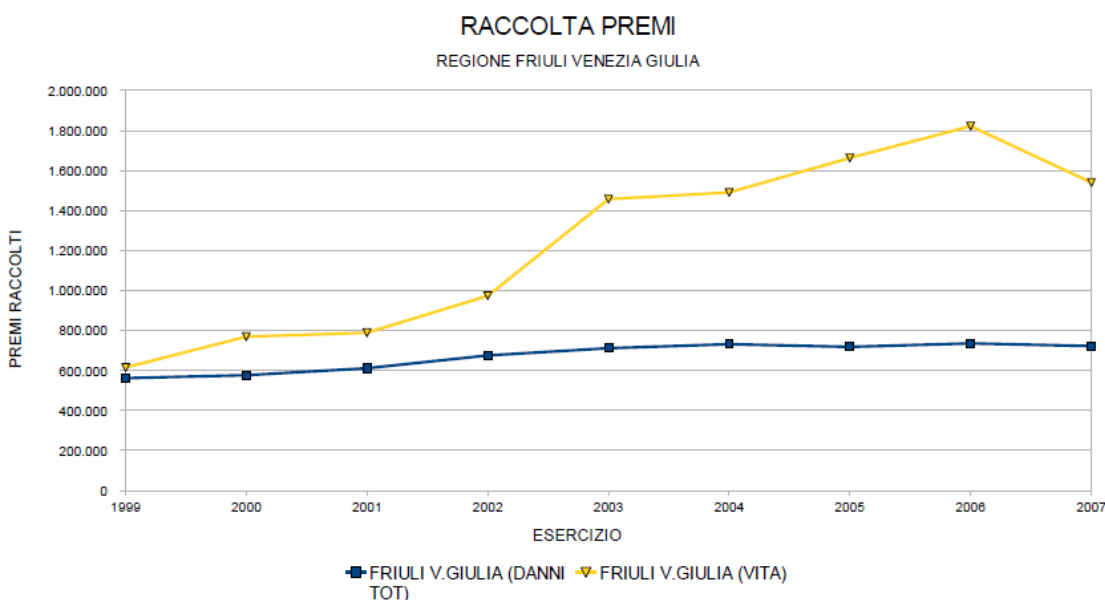
<sup>75</sup> Vedi tabella 4.11 nella sezione "Allegati".



**Figura 4.19 - Fonte: Banca d'Italia**

Il grafico<sup>76</sup> mostra palesemente che la quota raccolta tramite pronti contro termine è aumentata a discapito dei conti correnti e degli altri strumenti disponibili sul mercato. Il fatto di ricorrere sempre più a strumenti sicuri e meno profittevoli, come i pronti contro termine, è un ulteriore segnale dell'avversità al rischio elevata registrata in questa regione.

Rimane ora da considerare l'andamento della raccolta tramite i premi assicurativi dei vari rami danni, rappresentato nel grafico<sup>77</sup> seguente.



**Figura 4.20 - Fonte: ISVAP**

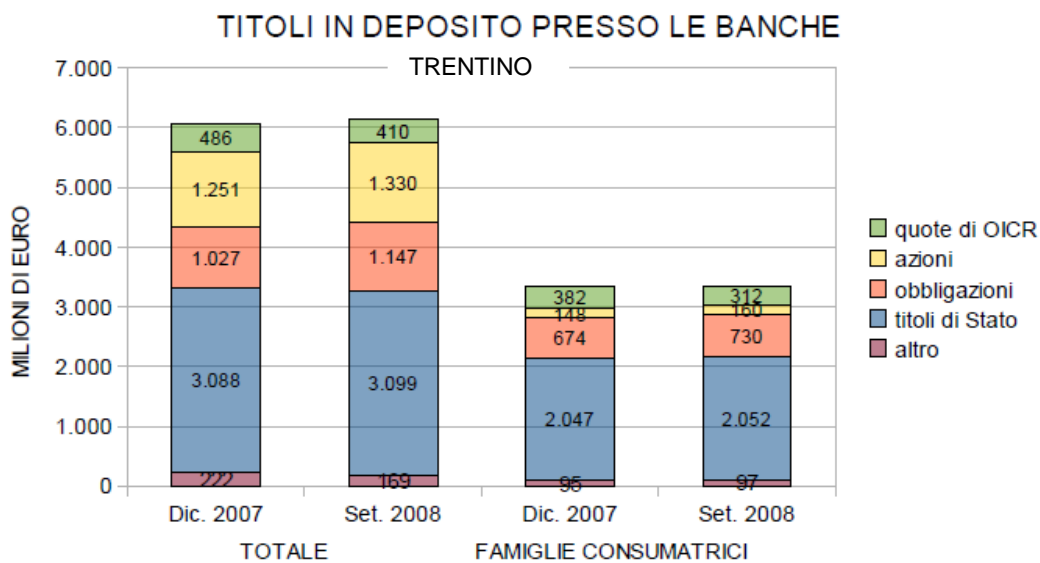
<sup>76</sup> Vedi tabella 4.11 nella sezione "Allegati".

<sup>77</sup> Vedi tabella 4.12 nella sezione "Allegati".

Dal grafico proposto qui sopra si può vedere che l'andamento della raccolta tramite i premi del ramo vita ha registrato un andamento molto crescente. Nell'esercizio 1999 ramo danni e ramo vita erano quasi allo stesso livello ma con il passare del tempo, la raccolta sul ramo danni è aumentata in maniera molto meno intensa rispetto alla raccolta del ramo vita, infatti nel passaggio dall'esercizio 1999 all'esercizio 2006 quest'ultima si è triplicata arrivando al proprio picco massimo. Dopo il 2006 però, la situazione turbolenta del mercato, i nuovi regolamenti introdotti e la crisi economica hanno contribuito a modificare l'andamento così positivo del ramo vita, facendolo diminuire in maniera abbastanza forte.

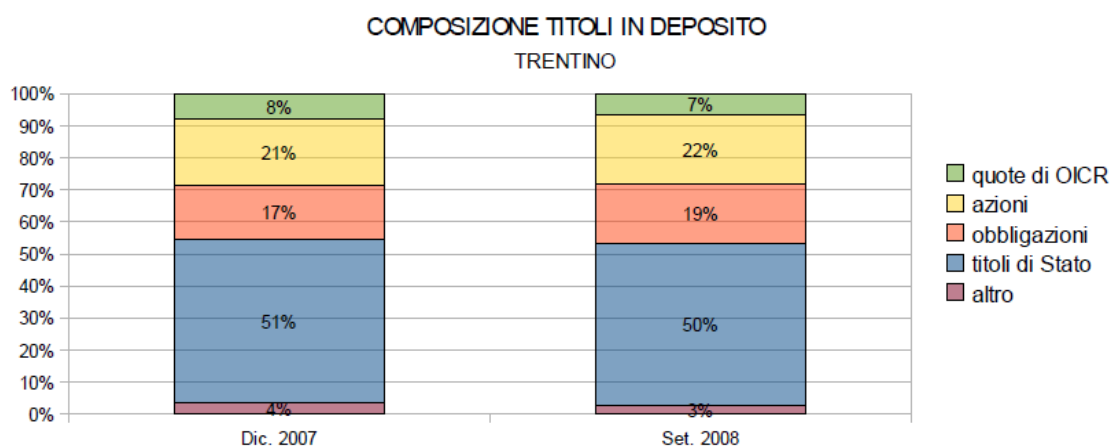
#### 4.3.5 La regione Trentino Alto Adige.

Per analizzare la raccolta di questa regione, tramite i titoli in deposito presso le banche e la raccolta diretta, si utilizzeranno i medesimi grafici utilizzati per le regioni precedenti, con la peculiarità che saranno tracciati grafici dedicati al solo Trentino ed altri grafici dedicati all'Alto Adige.



**Figura 4.21 - Fonte: Banca d'Italia**

Il grafico<sup>78</sup> mostra le preferenze degli investitori in termini di titoli in deposito presso le banche. Come si può notare dal grafico, la misura della ricchezza investita da dicembre 2007 a settembre 2008 non varia in maniera sensibile registrando solo un lievissimo aumento. Guardando le prime due colonne, che rappresentano la ricchezza totale investita, si può notare che le cifre destinate ai vari strumenti variano di poco, e come per i casi precedenti calano sempre gli investimenti in quote di OICR. Volendo andare ad approfondire le preferenze delle famiglie consumatrici si può notare che esse aumentano lievemente gli investimenti in tutti gli strumenti, anche quelli “pericolosi” come le azioni, eccezion fatta per gli investimenti in organismi collettivi di investimento del risparmio che diminuiscono la propria raccolta. Dopo un breve commento al grafico precedente si prosegue con il secondo grafico che mostra la composizione dei titoli in deposito, ponendo la ricchezza raccolta pari a cento, in modo da evidenziare le variazioni in percentuale.

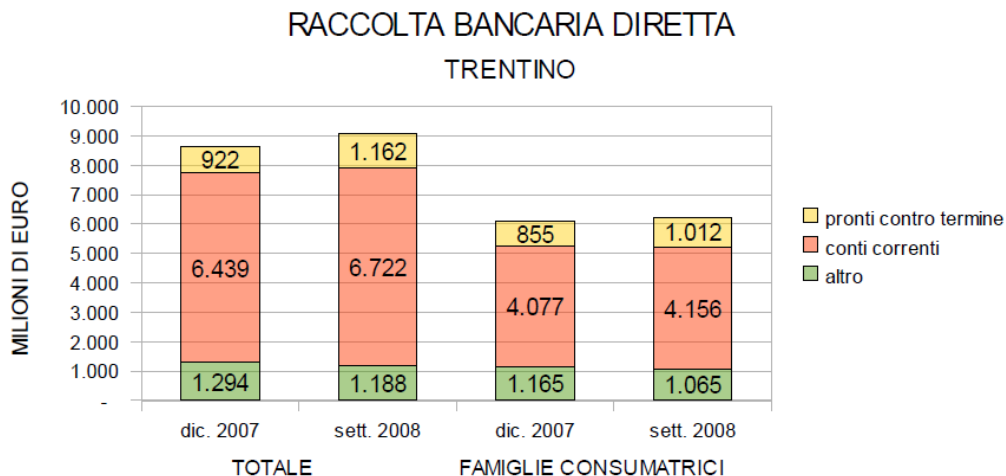


**Figura 4.22 - Fonte: Banca d'Italia**

<sup>78</sup> Vedi tabella 4.13 nella sezione “Allegati”.

A sorpresa il grafico<sup>79</sup> mostra un calo di preferenza per i titoli di Stato, pari ad un punto percentuale ed un aumento di investimenti in azioni. Aumenta, come per le altre regioni, la ricchezza relativa destinata alle obbligazioni e cala quella destinata alle quote di OICR. Rimane da notare però che, nonostante quanto appena detto, il Trentino si mostra come una regione molto avversa al rischio. Questa ultima affermazione può essere supportata dal fatto che quasi il 70% della ricchezza totale investita, a settembre 2008, era destinata a titoli di Stato ed obbligazioni, che come detto anche in precedenza sono considerati titoli più sicuri.

Si passa ora, mediante il seguente grafico<sup>80</sup>, all'analisi della raccolta diretta del trentino.



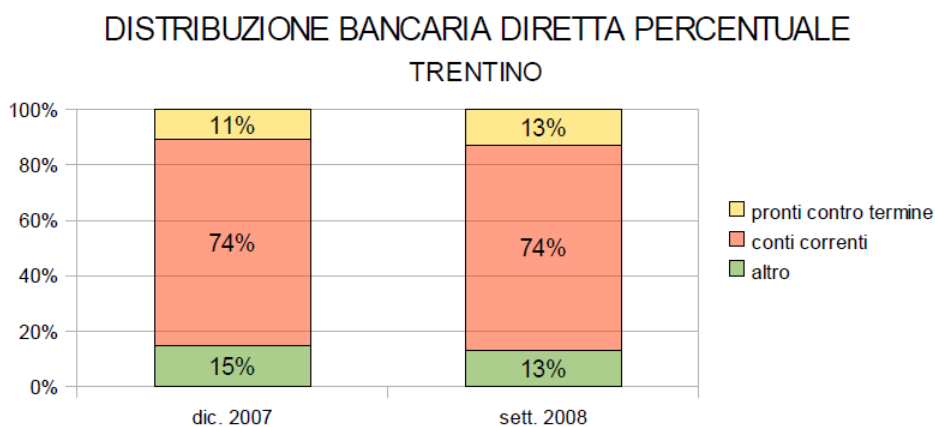
**Figura 4.23 - Fonte: Banca d'Italia**

Si nota da subito che la ricchezza raccolta in maniera diretta dalle banche è aumentata. Tale aumento è il risultato della combinazione dell'aumento di investimento sia in conti correnti che in pronti contro termine. Questo andamento "totale" del mercato è confermato in pieno dalle famiglie che destinano maggior ricchezza all'investimento in queste due forme, molto sicure ma anche meno redditizie. Per esprimere meglio

<sup>79</sup> Vedi tabella 4.13 nella sezione "Allegati".

<sup>80</sup> Vedi tabella 4.14 nella sezione "Allegati".

le variazioni registrate nel periodo considerato si può guardare il seguente grafico<sup>81</sup>, espresso in valori percentuali.



**Figura 4.24 - Fonte: Banca d'Italia**

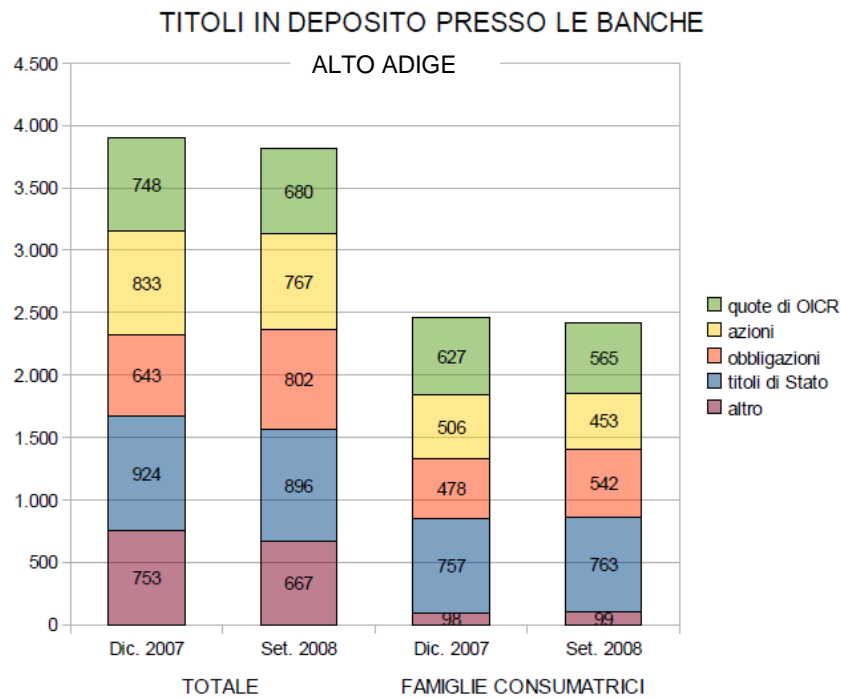
Ponendo la raccolta totale pari a cento e rapportando ad essa ogni singolo importo si ottengono le percentuali espresse nel grafico appena esposto. Si può vedere che a livello percentuale i conti correnti rimangono costanti, segnalando che l'aumento dei conti correnti in valore è di uguale intensità dell'aumento della ricchezza totale raccolta. Aumentano i pronti contro termine in maniera più forte rispetto all'aumento della raccolta, registrando quindi una percentuale maggiore.

Di seguito si commenteranno i medesimi due grafici, relativi però alla provincia di Bolzano e quindi all'area dell'Alto Adige.

Come di consueto, il primo grafico<sup>82</sup> proposto mostra, nelle prime due colonne, la ricchezza finanziaria investita rispettivamente a dicembre 2007 e settembre 2007. Nelle colonne restanti si distingue la ricchezza investita da parte delle famiglie consumatrici da quella investita da parte delle imprese.

<sup>81</sup> Vedi tabella 4.14 nella sezione "Allegati".

<sup>82</sup> Vedi tabella 4.15 nella sezione "Allegati".

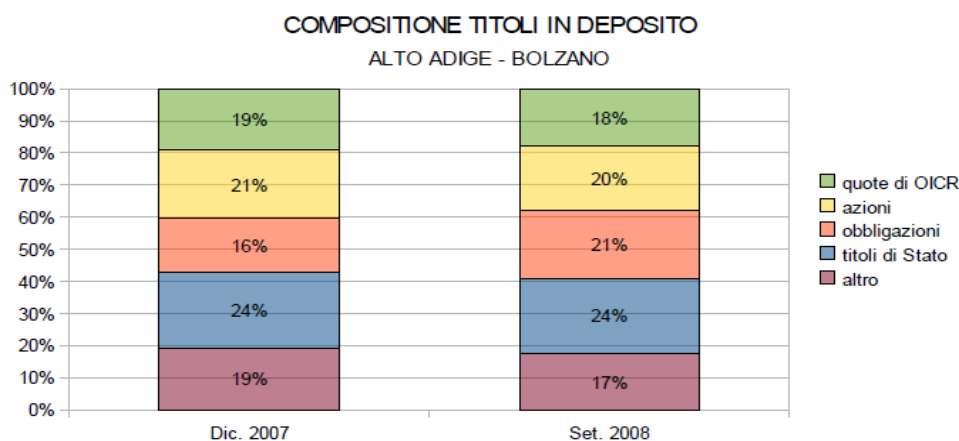


**Figura 4.25 - Fonte: Banca d'Italia**

La prima cosa che si nota guardando il grafico è la maggior differenziazione, rispetto alle altre regioni, applicata tra i vari strumenti dai risparmiatori. Si nota subito che la composizione degli investimenti nei vari strumenti sia abbastanza omogenea, come dimostrano le varie sezioni delle colonne che risultano molto più somiglianti tra loro. Le recenti turbolenze del mercato, però, si sono fatte sentire anche in Alto Adige, infatti come si può notare risultano in calo tutti gli investimenti nei vari titoli proposti, eccezion fatta per le obbligazioni che riscuotono ancora successo tra i risparmiatori che continuano ad investire in esse, perché probabilmente considerate ancora sicure. I titoli di Stato, strumento che di solito infonde maggior sicurezza, in questo caso registra un calo, anche se di minima entità.

Si procede ora con l'osservazione del grafico seguente, che mostra ancor meglio la destinazione della ricchezza investita.

Il grafico<sup>83</sup> che segue mostra la composizione percentuale degli investimenti effettuati a dicembre 2007 e settembre 2008. Con questo grafico si può notare ancora meglio la maggior differenziazione applicata in Alto Adige sugli strumenti di investimento.



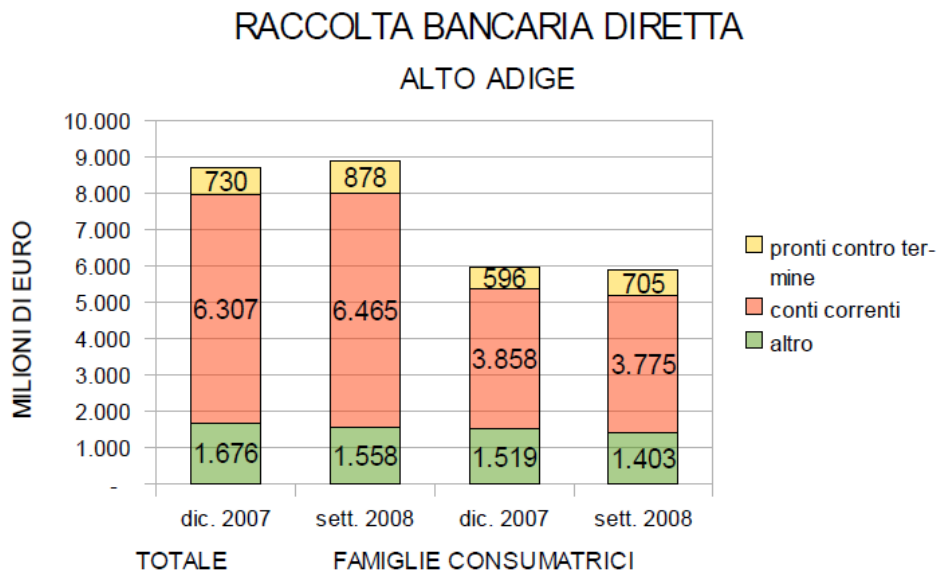
**Figura 4.26 - Fonte: Banca d'Italia**

Si nota subito che la composizione appare molto più omogenea rispetto a quella delle regioni studiate fino ad ora, e ciò non può che essere positivo, ed evidenziare una maggior cultura finanziaria da parte degli investitori. In questo caso gli strumenti più sicuri, a settembre 2008, non ricevono neanche la metà della ricchezza, cosa che fino ad ora non si era mai verificata in nessun'altra regione. Ciò potrebbe indicare, come anticipato prima, una maggior cultura finanziaria da parte degli investitori. I dati indicano che gli investitori, in questo caso, dispongono di maggior ricchezza finanziaria, ed essendo maggiormente propensi al rischio investono maggiormente in titoli più pericolosi, ma anche più profittevoli.

Come di consueto, dopo la raccolta titoli si procede all'analisi della raccolta bancaria diretta<sup>84</sup>.

<sup>83</sup> Vedi tabella 4.15 nella sezione "Allegati".

<sup>84</sup> Vedi tabella 4.16 nella sezione "Allegati".



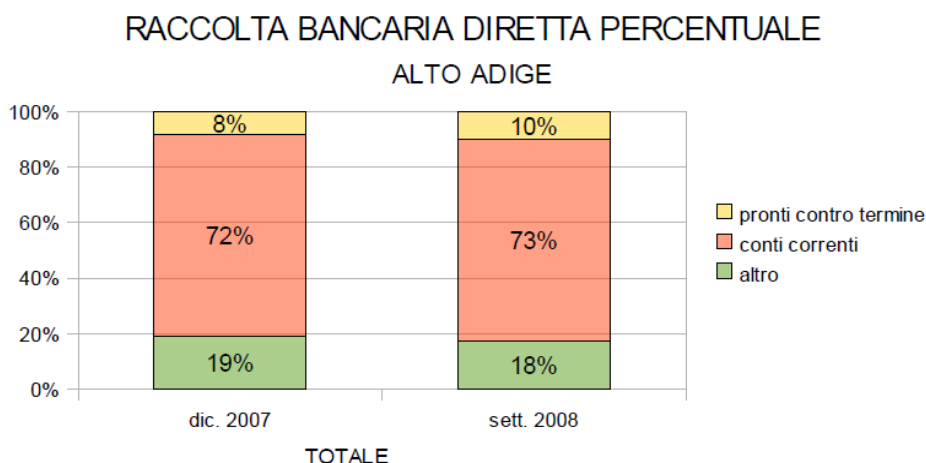
**Figura 4.27 - Fonte: Banca d'Italia**

Dal grafico appena proposto si può vedere che la ricchezza destinato al mercato della raccolta diretta ha subito un lieve aumento dal punto di vista totale, mentre le famiglie consumatrici vanno leggermente in controtendenza, facendo diminuire lievemente la ricchezza investita il strumenti della raccolta diretta.

A livello globale, entrambi gli strumenti (pronti contro termine e conti correnti) hanno registrato un aumento, seppur lieve, di raccolta mente se si considerano esclusivamente le famiglie consumatrici si può notare che l'unico strumento in aumento è rappresentato dal pronti contro termine.

Per analizzare, a livello globale, più a fondo le variazioni di preferenze degli investitori sulla raccolta diretta si può osservare il grafico<sup>85</sup> seguente che mostra i medesimi dati, ma in misura percentuale.

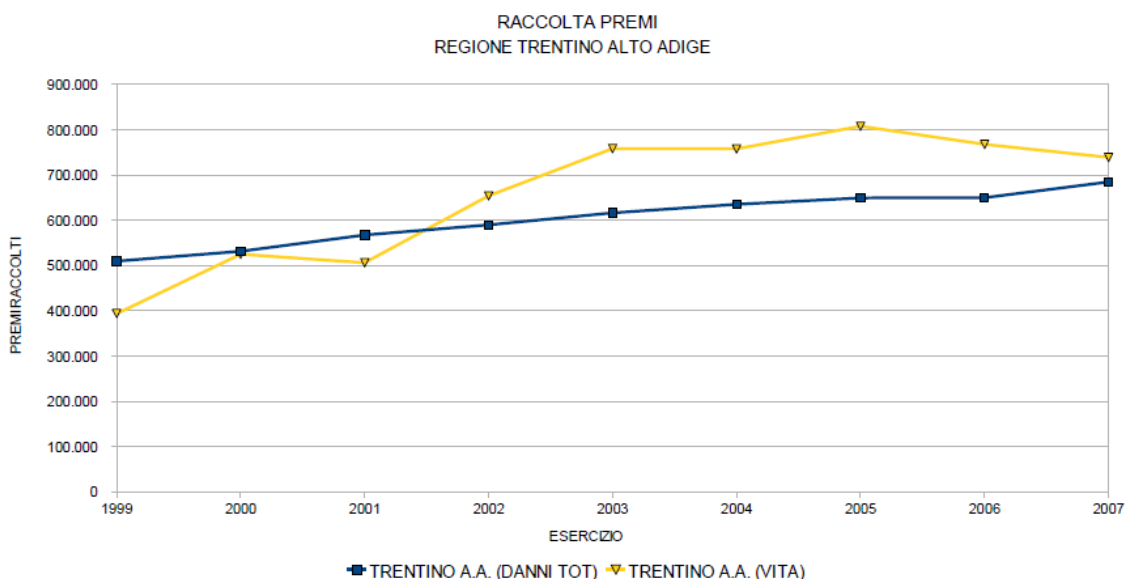
<sup>85</sup> Vedi tabella 4.16 nella sezione "Allegati".



**Figura 4.28 - Fonte: Banca d'Italia**

Il grafico appena esposto conferma quanto osservato sopra. A livello globale si è ricorso in maniera lievemente maggiore agli strumenti di conto corrente e pronti contro termine per l'investimento dei propri risparmi, facendo aumentare la quota di questi ultimi a discapito di altri strumenti.

Infine, come per le altre regioni, si analizzano i dati sulla raccolta premi. Per quest'ultimo grafico si considera la regione Trentino Alto Adige complessivamente, senza quindi discriminare fra le provincie di Trento e Bolzano.



**Figura 4.29 - Fonte: ISVAP**

In quest'ultima rappresentazione<sup>86</sup> che mostra l'andamento della raccolta tramite i premi assicurativi due rami considerati si può notare una cosa insolita, mai incontrata fino ad ora. Nelle regioni fino ad ora analizzate e anche nelle successive ricorre una ben precisa condizione: la raccolta tramite i premi sul ramo vita è sempre nettamente superiore a quella del ramo danni. In questo caso invece, l'ammontare raccolto nel ramo vita inizia ad essere superiore a quanto raccolto sul ramo danni solo nell'esercizio 2002, con un andamento iniziale positivo, ma che già dall'esercizio 2005 inizia a cambiare segno diventando negativo. Questa caratteristica è un'ulteriore prova a conferma dell'avversione al rischio degli investitori. Per quanto riguarda i premi riscossi nel ramo danni, essi sono sempre maggiori, regalando quindi un andamento positivo costante a quest'ultimo. Da notare che se gli andamenti rimanessero gli stessi anche per i futuri esercizi, è facile capire, mediante una proiezione del grafico nel futuro, che la raccolta dei premi sul ramo danni tornerrebbe a sovrastare la raccolta effettuata tramite i premi sul ramo vita.

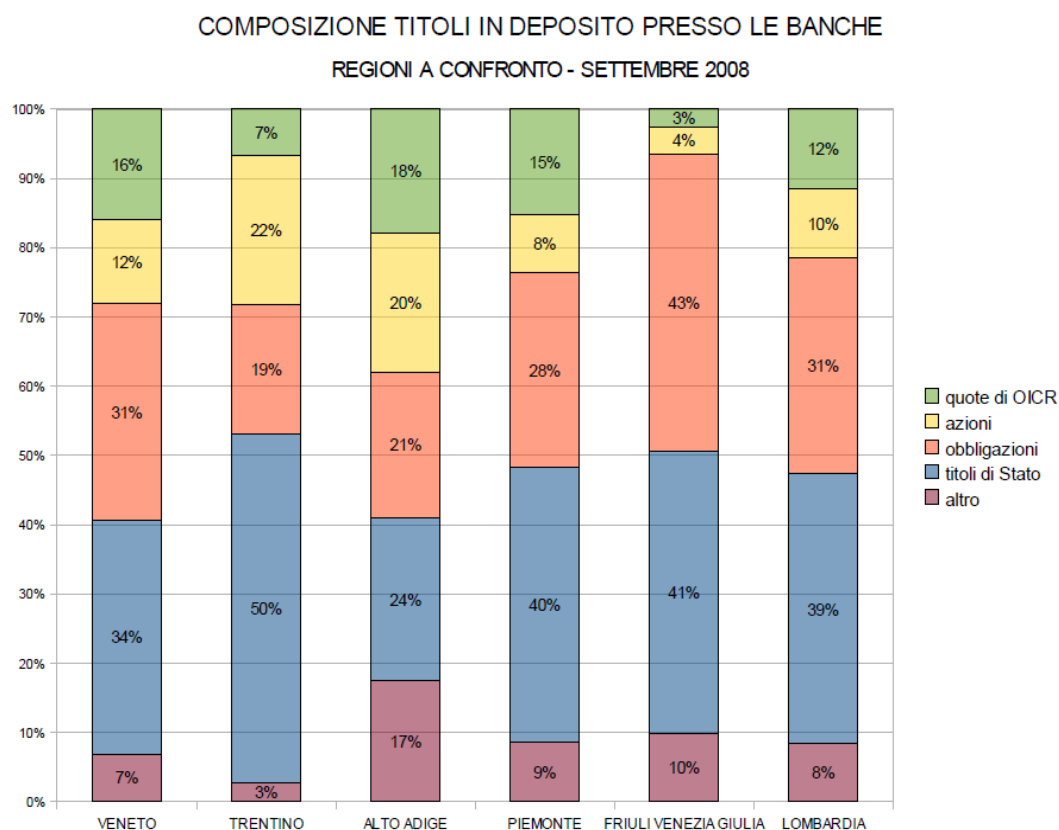
#### 4.3.6 *Confronto fra regioni.*

In questo capitolo si sono analizzate le regioni dell'area di riferimento scelta, cercando di capire la situazione del mercato e degli investitori tramite alcuni dati sui depositi titoli, sulla raccolta diretta e sui premi riscossi, forniti dalla Banca d'Italia e dall'Isvap. Questo paragrafo ha lo scopo di confrontare le regioni tra loro tramite il seguente grafico<sup>87</sup> che rappresenta, per ogni regione, la composizione percentuale degli investimenti registrata a settembre 2008.

---

<sup>86</sup> Vedi tabella 4.17 nella sezione "Allegati".

<sup>87</sup> Vedi tabella 4.18 nella sezione "Allegati".

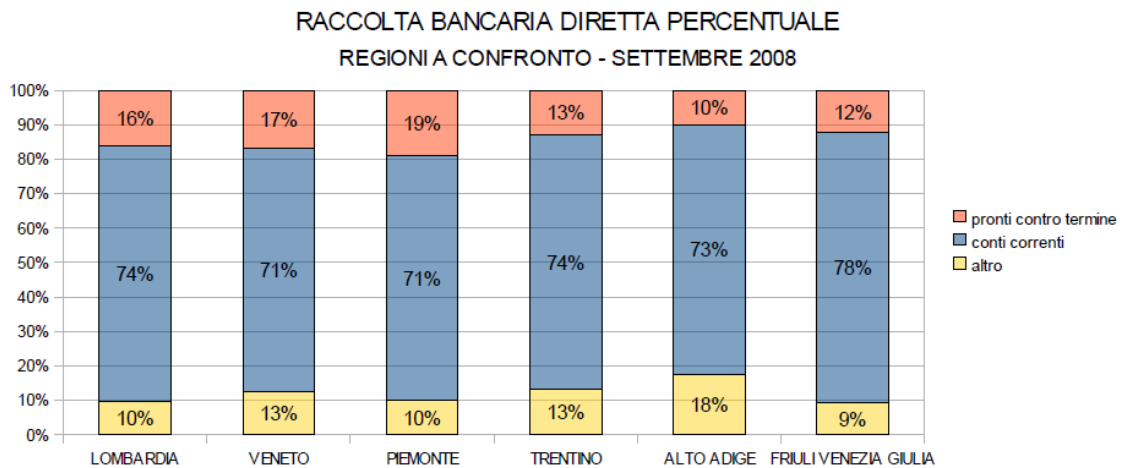


**Figura 4.30 - Fonte: Banca d'Italia**

Tramite il grafico appena proposto si cercherà di riassumere le caratteristiche principali degli investitori nelle varie regioni considerate. Gli investitori dell'Alto Adige sembrano possedere una cultura finanziaria molto più elevata rispetto ai colleghi delle altre regioni. La colonna relativa a questa regione mostra in maniera evidente che le preferenze degli investitori sono ben distribuite su tutti gli strumenti disponibili del mercato. Così facendo gli investitori altoatesini si assicurano una buona copertura dei rischi nei quali si incorre investendo, e non si escludono la possibilità di realizzare investimenti maggiormente profittevoli. Questa regione, anche per la maggior cultura finanziaria, si dimostra la meno avversa al rischio, investendo meno della metà della propria ricchezza negli strumenti più sicuri, e meno profittevoli, disponibili: i titoli di Stato e le obbligazioni. Nella situazione estremamente opposta si trovano gli investitori del Friuli Venezia Giulia. Essi dimostrano una assoluta

preferenza nell'investimento in strumenti sicuri, investendo ben l'84% della propria ricchezza finanziaria a disposizione in titoli di Stato ed Obbligazioni. Le altre regioni si trovano in una situazione intermedia, per esattezza più vicina alla realtà del Friuli che non alla realtà altoatesina. L'investimento in strumenti sicuri da parte delle altre regioni oscilla tra il 65% ed il 70% evidenziando un'avversione al rischio abbastanza elevata da parte di molti investitori e la poca disponibilità da parte di essi a destinare ricchezza finanziaria a strumenti più rischiosi ma anche più redditizi.

Si presenta ora il medesimo grafico<sup>88</sup> di confronto tra le regioni, riferito però ai dati sulla raccolta bancaria diretta.



**Figura 4.31 - Fonte: Banca d'Italia**

In generale la situazione che emerge dai dati a disposizione è di poca propensione dei risparmiatori all'investimento nel mercato, con un'avversione al rischio elevata. Inoltre la cultura finanziaria presente non sembra essere molto elevata vista la poca differenziazione effettuata nel complessivo e la predilezione per l'investimento negli strumenti più sicuri ma anche meno remunerativi. Tra gli strumenti della raccolta diretta, il conto corrente è lo strumento principale e preferito dagli attori del mercato, anche se nell'area geografica considerata si è registrato una

<sup>88</sup> Vedi tabella 4.19 nella sezione "Allegati".

corsa ai pronti contro termine che registrano ovunque andamento positivo, più o meno marcato a seconda della regione considerata.

#### **4.4 Le prospettive del mercato.**

In questo paragrafo si cercherà di fare il punto sulla situazione attuale del mercato e di ipotizzarne una futura con l'entrata del consulente finanziario. Con la crisi economica il mercato ha risentito sicuramente in maniera negativa del fatto che i risparmiatori spesso abbiano agito in massa ed in modo affrettato. Questo ha fatto emergere una situazione dove i risparmiatori hanno la necessità di essere seguiti nei propri investimenti e, dove necessario, essere consigliati da qualcuno che possiede maggiori competenze nel valutare un investimento (oppure un finanziamento), in qualsiasi strumento offerto dal mercato, sia esso un titolo, un mutuo oppure un investimento in prodotti assicurativi.

Per questo alla tradizionale figura del promotore finanziario si è “affiancata” in termini operativi la figura del consulente finanziario con l'obiettivo di far aumentare la concorrenza sul mercato. A questo proposito si ricordi che il consulente ha il solo compito di consigliare i prodotti ma poi non li può assolutamente collocare, e di conseguenza non dovrebbe entrare in conflitto con la figura del promotore che invece segue il proprio cliente arrivando al collocamento. Lo scopo principale della consulenza è valutare i prodotti più adeguati ad un cliente, monitorare costantemente la situazione per perseguire in maniera consapevole gli obiettivi predefiniti in fase iniziale. Nel mercato sicuramente esiste spazio a sufficienza per entrambe le categorie, e rimane comunque fatto obbligo al promotore di dichiarare, sempre per iscritto, il conflitto di interesse.

Dai dati analizzati nel precedente paragrafo emerge una situazione abbastanza critica, nella quale gli investitori possiedono bassa cultura finanziaria e bassa propensione al rischio. Questo significa che l'entrata

nel mercato del consulente finanziario dovrebbe essere più che positiva, nel futuro potrebbe evitare anche il ripetersi di situazioni negative così intense, dove la particolare intensità è dovuta anche a comportamenti frettolosi e poco attenti da parte degli investitori. Infatti durante la recente crisi i comportamenti tenuti dalle parti del mercato si sono dimostrati frettolosi e di massa, avendo come unico risultato quello di destabilizzare ulteriormente il mercato e peggiorarne ulteriormente le condizioni.

Date le condizioni del mercato, per questa nuova figura professionale sarà sicuramente più facile inserirsi in un area come quella altoatesina, più aperta e disponibile verso i cambiamenti (probabilmente perché in un'area di confine) e con una cultura finanziaria maggiore, rispetto alle altre regioni considerate che risultano palesemente più tradizionaliste e con una cultura finanziaria meno fondata.



## Conclusioni

In un mercato caratterizzato da forte instabilità, composto da attori con bassa cultura finanziaria, profondamente avversi al rischio, avversione che è cresciuta dopo la recente crisi economica mondiale, è stata recentemente riconosciuta e disciplinata una nuova figura che è riconducibile al consulente finanziario. A tale figura si attribuisce poi la caratteristica dell'indipendenza se la remunerazione avviene esclusivamente tramite il pagamento di una parcella da parte del cliente in favore del professionista.

Sulla base di ciò che è stato studiato nel testo è emerso che l'inserimento della nuova figura sul mercato, a fianco del tradizionale promotore finanziario, dovrebbe avere effetti più che positivi. L'effetto primario di questa nuova introduzione è l'aumento della concorrenza sul mercato a vantaggio degli investitori. Inoltre questa figura, che ha il compito di seguire e consigliare un soggetto, in base al proprio patrimonio, alla propria avversione al rischio ed ai propri obiettivi, sui propri investimenti, avrebbe un ruolo molto importante per quanto riguarda la stabilità del mercato. Gli investitori presenti sul mercato, tramite i propri comportamenti dettati dalla poca preparazione e dalla poca esperienza, specialmente in un contesto di crisi, possono avere effetti devastanti sulla stabilità del mercato. In questi termini i consulenti finanziari assumerebbero indirettamente il compito di consigliare e di aiutare il proprio cliente a ponderare e decidere consapevolmente il da farsi sui propri investimenti, non lasciando l'investitore in balia di quelle che sono le aspettative del mercato in quel momento. Tra la nuova figura del consulente finanziario e quella tradizionale del promotore finanziario non dovrebbe esserci conflitto di interesse perché, come già evidenziato, il consulente ha il solo scopo di consigliare il proprio cliente sui servizi da acquistare ma non può assolutamente spingersi oltre, mentre il promotore finanziario svolge anche attività di collocamento presso il

pubblico, fermo restando l'obbligo, in caso di consulenza da parte sua, di dichiarare per iscritto il conflitto di interesse esistente.

Da quanto appena detto ci si aspetta che l'entrata di questa nuova figura possa avere successo, ma dai dati raccolti sorge qualche dubbio sull'effettiva validità di quanto affermato in precedenza. Nonostante l'intrinseca validità della figura professionale del consulente, la sua struttura dei costi appare piuttosto rigida e soprattutto la domanda del servizio di consulenza non sembra essere particolarmente spiccata. Da alcune indagini sembra che i risparmiatori non conoscano, o non apprezzino adeguatamente il servizio di consulenza, e all'idea di pagare una parcella sembra che preferiscano di gran lunga rivolgersi al tradizionale promotore, accollandosi quindi delle commissioni in più. Questa difficoltà di valutazione del servizio di consulenza potrebbe essere dovuta anche parzialmente al fatto che attualmente sul mercato ci sia ancora della confusione in merito alle due figure in questione, promotori e consulenti. Non aiuta poi l'ambiente di rivalità che nella realtà si è creato, nel quale gli operatori di una categoria parlano "alle spalle" degli altri operatori, evidenziando, anche in maniera esagerata, i punti deboli "dell'avversario" e vice versa.

Un ultimo dubbio da sollevare è quello relativo al sistema di controllo che si creerà sopra la figura del consulente indipendente. Dopo il completo recepimento di tutte le norme ed i regolamenti riguardanti questa figura, si arriverà alla nascita vera e propria dell'Albo dei consulenti finanziari. Tale albo avrà però responsabilità diverse, ed in particolare molto più elevate, rispetto al corrispondente albo dei promotori finanziari. L'organismo infatti avrà, oltre ai "tradizionali" compiti di valutare la preparazione dei soggetti tramite delle prove, anche compiti disciplinari e di vigilanza<sup>89</sup>. Sotto tale condizione si potrebbe verificare una corrispondenza tra controllore e controllato, ed inevitabilmente far sorgere una possibile situazione di conflitto di interesse. Per evitare la

---

<sup>89</sup> Nel caso dell'organismo di riferimento per i promotori, il compito disciplinare è rimasto in capo alla Consob.

formazione di una tale situazione dovranno essere stabiliti degli obblighi molto precisi a carico dei consulenti<sup>90</sup>.

Vista la recente introduzione della figura, e la regolamentazione ancora in via di definizione potrebbe essere molto interessante studiare l'evoluzione di essa e la sua adeguatezza in ambito operativo.

Ulteriori riflessioni si potrebbero fare sulle effettive condizioni di inserimento del consulente sul mercato e le effettive aspettative su di esso da parte degli investitori, specialmente dopo la crisi del 2007/2008, per confrontarle magari con quelli che erano gli obiettivi originari.

---

<sup>90</sup> A titolo di esempio ci si può riferire all'obbligo di rendiconto, previsto all'art. 21 del regolamento di attuazione art.18bis del D.Lgs 58/1998, ed in particolare al commento di questo articolo dove il legislatore prevede che "al fine di consentire l'adeguamento della norma regolamentare alla realtà operativa, ed in relazione agli sviluppi futuri della prassi, si delega inoltre l'Organismo a prevedere per il futuro ulteriori disposizioni in materia di rendiconto nell'evenienza in cui risultassero opportune disposizioni di dettaglio.



---

## Bibliografia

- “Basilea 2” [www.basilea2.com](http://www.basilea2.com) consultato il 20 agosto 2009;
- “Chi è il consulente indipendente”, [www.nafop.org](http://www.nafop.org) consultato il 17 febbraio 2009;
- “Codice etico”, [www.nafop.org](http://www.nafop.org) consultato il 17 febbraio 2009;
- “Il quadro normativo”, [www.nafop.org](http://www.nafop.org) consultato il 21 aprile 2009;
- “Le caratteristiche del consulente fee only”, [www.nafop.org](http://www.nafop.org) consultato il 21 aprile 2009;
- “Servizi”, [www.nafop.org](http://www.nafop.org) consultato il 17 febbraio 2009;
- Armellini C. Mainò L. Romano G., 2008, “La guida del Sole 24 ore alla consulenza finanziaria indipendente” Il Sole 24 ore 2°ed.;
- Armellini C.[a], 04/11/2007, “Il consulente riduce i costi”, Il Sole 24 Ore;
- Armellini C.[b], 18/11/2006, “Dai consulenti maggior tutele” - Il Sole 24 Ore;
- Banca d'Italia, 2009, “Economie Regionali. L'economia del Friuli Venezia Giulia nell'anno 2008”, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) consultato il 31/07/09;
- Banca d'Italia, 2009, “Economie Regionali. L'economia del Piemonte nell'anno 2008”, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) consultato il 31/07/09;
- Banca d'Italia, 2009, “Economie Regionali. L'economia del Trentino Alto Adige nell'anno 2008”, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) consultato il 31/07/09;
- Banca d'Italia, 2009, “Economie Regionali. L'economia del Veneto nell'anno 2008”, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) consultato il 31/07/09;
- Banca d'Italia, 2009, “Economie Regionali. L'economia della Lombardia nell'anno 2008”, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) consultato il 31/07/09;
- Bazzana F., 2006, “L'efficienza gestionale dei confindi. Un'analisi empirica.” Banca Impresa Società n°1;
- Bianchi M., Bianco M., Bianchi T., Sarcinelli M., 2007, “I conflitti di interesse e i servizi di investimento” paper osservabile sul sito [www.assbb.it](http://www.assbb.it) consultato il 12 gennaio 2009;

- Consultique SIM S.p.A. [a], aprile 2009, “Come viene calcolata la parcella”, *La finanza indipendente*, n°11;
- Consultique SIM S.p.A. [b], Documento di “servizio e supporto consulenti”;
- Consultique SIM S.p.A. [c], 2009, “Il processo”, *La finanza indipendente* n°11;
- Felline V., Vedana F., 2007, “Patrimoni. Strumenti di amministrazione e protezione: trust, holding, fondazioni e patti di famiglia, atti di destinazione, fondi immobiliari, mandato fiduciario.”, Egea.
- Incorvati L., 14/02/2004, “Istituti e reti lavorano in conflitto d'interesse”, *Plus Il Sole 24 Ore*;
- ISVAP, 2000, “Allegato alla Circolare n° 425/S del 13 dicembre 2000”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2001, “Allegato alla Circolare n° 460/S del 20 dicembre 2001”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2002, “Allegato alla Circolare n° 490/S del 29 novembre 2002”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2003, “Allegato alla Circolare n° 515/S del 09 ottobre 2003”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2004, “Allegato alla Circolare n° 541/S del 23 dicembre 2004”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2005, “Allegato alla Circolare n° 564/S del 12 settembre 2005”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2006, “Allegato alla Circolare del 02 ottobre 2006”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2007, “Allegato alla Circolare del 21 settembre 2007”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- ISVAP, 2008, “Allegato alla Circolare del 28 ottobre 2008”, [www.isvap.it](http://www.isvap.it) consultato il 20/07/2009;
- Lo Conte M., 28/10/2006, “Senato i consulenti indipendenti vincono”. *Il Sole 24 Ore*;
- M. Gentile, G. Siciliano, 2009, “Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria”, paper osservabile su [www.consob.it](http://www.consob.it) consultato il 25 agosto 2009;

Montefameglio M., 2006, “La protezione dei patrimoni. Dagli strumenti tradizionali ai nuovi modelli di segregazione patrimoniale”, Maggioli Editore.

Morera U., 2008, “ I rapporti banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento”, *Bancaria* n°09;

Platerotti M. Vantellini E. D’Ippolito S., 2006, “La nuova direttiva sui servizi di investimento 2004/39/CE (MiFID)”, paper osservabile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) consultato il 25/09/2008.

Presti G., Rescigno G., 2007, “I conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento: diagnosi e terapie.”, paper osservabile sul sito [www.assbb.it](http://www.assbb.it) consultato il 12 gennaio 2009;



## Allegati

In questa sezione sono riportati, tramite alcune tabelle, tutti i dati che sono stati esaminati e che hanno dato origine ai grafici presentati nella trattazione.

*Tabella 4.1*

### Titoli in deposito presso le banche

	complessivo		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
PIEMONTE				
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	103.573	97.355	57.148	60.809
titoli di Stato	40.183	38.656	23.823	26.757
Obbligazioni	26.702	27.296	14.014	16.063
Azioni	9.124	8.248	2.387	2.601
quote di OICR	16.782	14.785	14.646	12.835
Altro	10.782	8.370	2.278	2.553

*Tabella 4.2*

### Raccolta bancaria diretta

(dati in milioni di €)

	totale		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
PIEMONTE				
depositi totali	6.616	66.747	43.320	45.714
conti correnti	50.630	47.385	30.086	29.736
pronti contro termine	9.939	12.596	8.406	10.551
altro	6.047	6.766	4.828	5.427

Tabella 4.3

<b>RAMI DANNI TOTALI</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TORINO	1.312.905	1.384.956	1.458.164	1.613.529	1.629.098	1.639.766	1.634.571	1.706.829	1.769.047
VERCELLI	102.659	106.904	110.069	121.155	134.850	134.056	135.451	139.074	139.778
NOVARA	166.011	176.381	183.603	194.383	207.347	209.831	212.770	215.997	214.146
CUNEO	277.702	288.988	312.475	322.708	332.658	359.300	369.227	385.017	402.090
ASTI	97.930	103.716	108.603	110.687	113.663	118.246	119.976	123.383	126.241
ALESSANDRIA	227.535	240.546	249.147	281.797	318.022	304.563	290.544	290.064	287.874
BIELLA	105.387	108.297	115.069	114.974	119.806	118.027	119.341	120.891	120.559
VERBANO C.O.	71.518	74.980	79.605	80.407	83.398	84.224	86.710	83.505	85.820
<b>PIEMONTE (DANNI TOT)</b>	<b>2.361.647</b>	<b>2.484.768</b>	2.616.735	2.839.640	2.938.842	2.968.013	2.968.590	3.064.760	3.145.555
<b>VITA</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TORINO	1.937.226	1.745.079	2.497.223	3.360.158	3.428.645	3.352.395	3.197.037	3.042.313	2.730.469
VERCELLI	126.052	144.842	211.324	274.754	271.321	304.252	301.136	301.834	291.966
NOVARA	288.565	332.595	389.490	487.796	519.057	527.511	581.782	565.388	631.263
CUNEO	296.157	353.314	954.243	736.944	1.033.135	705.804	838.978	841.471	835.605
ASTI	114.198	127.101	184.188	238.470	232.100	214.378	208.460	207.169	208.283
ALESSANDRIA	275.781	312.348	489.801	559.300	568.122	634.498	688.376	689.886	559.275
BIELLA	169.943	214.559	251.218	242.761	245.565	275.732	320.341	315.407	284.916
VERBANO C.O.	65.237	136.937	168.104	169.423	218.679	265.299	230.580	207.719	251.406
<b>PIEMONTE (RAMO VITA)</b>	<b>3.273.159</b>	<b>3.366.775</b>	5.145.591	6.069.606	6.516.624	6.279.869	6.366.690	6.171.187	5.793.183

Tabella 4.4

**Titoli in deposito presso le banche**

	complessivo		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
LOMBARDIA				
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	304.157	312.615	124.637	130.997
titoli di Stato	114.837	121.742	52.978	57.863
Obbligazioni	87.881	97.873	30.460	33.996
Azioni	32.557	30.952	8.966	9.505
quote di OICR	42.931	35.954	26.282	23.742
Altro	25.951	26.094	5.951	5.891

Tabella 4.5

**Raccolta bancaria diretta (Lombardia)**

(dati in milioni di €)

	totale		famiglie consumatrici	
	dic. 2007	sett. 2008	dic. 2007	sett. 2008
LOMBARDIA				
depositi totali	215.375	222.372	118.336	125.103
conti correnti	165.809	165.479	85.436	84.691
pronti contro termine	27.693	35.662	19.229	25.101
altro	21.873	21.231	13.671	15.311

Tabella 4.6

<b>RAMI DANNI TOTALI</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VARESE	461.489	487.637	520.008	556.915	586.948	605.532	606.460	609.970	619.626
COMO	289.536	297.035	310.806	331.441	339.057	353.160	355.995	362.256	366.402
SONDRIO	87.864	97.507	107.739	101.399	112.131	138.300	113.460	117.785	119.843
MILANO	2.959.440	3.124.999	3.451.602	3.717.348	3.799.217	3.928.961	4.154.732	4.238.003	4.370.889
BERGAMO	513.199	534.957	562.536	604.983	664.172	698.024	721.321	741.036	744.581
BRESCIA	638.501	673.462	710.496	756.627	791.742	816.906	838.397	861.261	883.039
PAVIA	246.598	261.912	276.440	292.973	303.970	309.846	320.601	323.866	331.264
CREMONA	171.412	182.477	199.859	210.641	218.532	227.058	230.064	223.879	235.051
MANTOVA	189.697	201.066	215.283	231.596	243.352	254.406	258.135	263.748	261.712
LECCO	155.734	169.941	181.745	200.154	212.250	212.461	213.987	223.552	234.281
LODI	89.215	95.082	104.863	112.793	114.812	117.742	113.850	125.945	122.709
<b>LOMBARDIA (DANNI TOT)</b>	<b>5.802.685</b>	<b>6.126.076</b>	<b>6.641.377</b>	<b>7.116.870</b>	<b>7.386.183</b>	<b>7.662.396</b>	<b>7.927.002</b>	<b>8.091.301</b>	<b>8.289.397</b>
<b>VITA</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VARESE	579.904	710.002	699.609	897.978	988.835	1.027.156	1.092.526	1.603.197	996.634
COMO	464.533	405.938	446.061	565.662	657.812	593.067	727.519	706.228	546.462
SONDRIO	183.553	187.038	170.101	116.903	155.935	161.584	190.760	162.961	146.212
MILANO	5.021.728	5.520.729	6.231.384	8.170.297	7.825.978	9.240.775	10.315.242	8.898.552	8.026.455
BERGAMO	657.272	891.803	872.237	1.057.897	1.230.443	1.270.521	1.229.028	1.224.979	1.127.976
BRESCIA	1.031.639	1.750.408	1.577.310	1.158.831	1.629.716	1.343.083	1.512.654	1.294.338	1.661.504
PAVIA	280.934	350.143	383.143	535.393	567.091	631.746	726.985	690.470	661.408

---

CREMONA	310.312	301.760	223.040	312.835	338.294	370.169	389.389	420.170	388.660
MANTOVA	333.648	464.224	573.366	530.743	647.291	636.636	613.676	624.428	552.356
LECCO	184.534	257.138	252.457	335.271	339.166	377.183	424.968	411.752	351.425
LODI	83.189	91.649	94.548	126.239	143.633	165.052	197.303	232.360	174.395
<b>LOMBARDIA (VITA)</b>	<i>9.131.246</i>	<i>10.930.832</i>	<i>11.523.256</i>	<i>13.808.049</i>	<i>14.524.194</i>	<i>15.816.972</i>	<i>17.420.050</i>	<i>16.269.435</i>	<i>14.633.487</i>

*Tabella 4.7*

**Titoli in deposito presso le banche**

	complessivo		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
VENETO				
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	55.696	58.114	37.898	39.321
titoli di Stato	18.272	19.647	13.628	15.055
Obbligazioni	14.556	18.150	9.694	11.415
Azioni	6.799	7.048	2.790	3.341
quote di OICR	11.597	9.275	9.773	7.925
Altro	4.472	3.994	2.013	1.585

*Tabella 4.8*

**Raccolta bancaria diretta**

(dati in milioni di €)

	totale		famiglie consumatrici	
	dic. 2007	sett. 2008	dic. 2007	sett. 2008
VENETO				
depositi totali	68.229	71.515	44.627	47.032
conti correnti	50.356	50.514	29.440	29.873
pronti contro termine	8.948	11.941	7.786	10.089
altro	8.925	9.060	7.401	7.070

Tabella 4.9

<b>RAMI DANNI TOTALI</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VERONA	448.607	457.055	495.479	536.487	552.065	568.510	605.000	596.379	633.723
VICENZA	410.694	427.154	465.803	489.678	500.593	512.337	512.102	527.948	528.460
BELLUNO	88.463	93.812	98.141	105.331	107.000	110.160	111.957	124.007	115.369
TREVISIO	392.805	412.141	435.143	498.435	544.318	553.517	583.478	581.388	621.164
VENEZIA	364.184	400.448	403.407	434.078	457.375	481.856	488.675	484.181	481.367
PADOVA	449.925	471.138	496.628	528.040	564.665	596.722	604.507	614.877	632.474
ROVIGO	89.091	92.056	99.327	112.230	115.110	113.843	114.533	116.872	123.049
<b>VENETO (DANNI TOT)</b>	<b>2.243.769</b>	<b>2.353.805</b>	<b>2.493.928</b>	<b>2.704.279</b>	<b>2.841.126</b>	<b>2.936.945</b>	<b>3.020.252</b>	<b>3.045.652</b>	<b>3.135.606</b>
<b>VITA</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VERONA	960.068	1.003.733	1.279.180	1.420.267	1.618.069	1.459.943	1.610.334	1.438.875	1.347.539
VICENZA	607.281	689.502	902.534	986.638	1.046.699	1.096.843	1.361.946	1.232.289	1.145.977
BELLUNO	144.469	162.009	232.790	300.816	282.717	316.594	365.945	286.656	317.075
TREVISIO	681.996	733.099	807.243	1.073.106	1.007.249	1.203.759	1.238.747	1.288.114	1.109.453
VENEZIA	425.071	489.377	599.000	658.331	785.982	764.304	934.926	834.074	706.878
PADOVA	472.046	538.711	638.943	840.044	983.321	1.144.874	1.418.379	1.125.792	997.356
ROVIGO	83.529	89.249	110.125	152.565	166.254	187.089	233.659	177.610	154.600
<b>VENETO (VITA)</b>	<b>3.374.460</b>	<b>3.705.680</b>	<b>4.569.815</b>	<b>5.431.767</b>	<b>5.890.291</b>	<b>6.173.406</b>	<b>7.163.936</b>	<b>6.383.410</b>	<b>5.778.878</b>

Tabella 4.10

**Titoli in deposito presso le banche**

	complessivo		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
FRIULI VENEZIA GIULIA				
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	96.221	84.777	8.930	9.368
titoli di Stato	43.784	34.550	3.639	4.041
Obbligazioni	35.829	36.354	2.282	2.599
Azioni	3.634	3.300	516	631
quote di OICR	2.821	2.174	2.150	1.650
Altro	10.153	8.399	343	447

Tabella 4.11

**Raccolta bancaria diretta**

(dati in milioni di €)

FRIULI VENEZIA GIULIA	totale		famiglie consumatrici	
	dic. 2007	sett. 2008	dic. 2007	sett. 2008
depositi totali	20.369	20.982	11.123	11.380
conti correnti	16.436	16.426	7.860	7.954
pronti contro termine	1.796	2.584	1.559	1.891
altro	2.137	1.972	1.704	1.535

Tabella 4.12

<b>RAMI DANNI TOTALI</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
UDINE	234.494	248.217	262.851	276.793	292.621	300.033	306.709	309.000	319.087
PORDENONE	137.173	145.655	158.320	166.793	172.134	180.253	178.702	189.396	184.755
GORIZIA	54.572	57.361	61.223	62.207	62.953	65.086	65.055	67.535	65.272
TRIESTE	135.998	125.326	129.541	170.232	184.339	186.992	168.826	170.586	154.254
<b>FRIULI V. GIULIA (DANNI TOT)</b>	<b>562.237</b>	<b>576.559</b>	<b>611.935</b>	<b>676.025</b>	<b>712.047</b>	<b>732.364</b>	<b>719.292</b>	<b>736.517</b>	<b>723.368</b>
<b>VITA</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
UDINE	281.660	322.312	337.483	431.063	489.227	492.450	525.326	548.851	522.576
PORDENONE	138.077	196.161	198.936	257.969	242.982	265.983	293.422	304.544	299.319
GORIZIA	58.735	72.667	73.126	88.009	111.085	95.615	108.722	95.617	94.886
TRIESTE	137.456	178.356	179.507	197.439	614.553	636.394	735.584	872.853	624.076
<b>FRIULI V. GIULIA (VITA)</b>	<b>615.928</b>	<b>769.496</b>	<b>789.052</b>	<b>974.480</b>	<b>1.457.847</b>	<b>1.490.442</b>	<b>1.663.054</b>	<b>1.821.865</b>	<b>1.540.857</b>

Tabella 4.13

**Titoli in deposito presso le banche**

	complessivo		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
TRENTINO (TRENTO)				
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	6.074	6.155	3.346	3.351
titoli di Stato	3.088	3.099	2.047	2.052
Obbligazioni	1.027	1.147	674	730
Azioni	1.251	1.330	148	160
quote di OICR	486	410	382	312
Altro	222	169	95	97

Tabella 4.14

**Raccolta bancaria diretta**

(dati in milioni di €)

TRENTINO (TRENTO)	totale		famiglie consumatrici	
	dic. 2007	sett. 2008	dic. 2007	sett. 2008
depositi totali	8.655	9.072	6.097	6.233
conti correnti	6.439	6.722	4.077	4.156
pronti contro termine	922	1.162	855	1.012
altro	1.294	1.188	1.165	1.065

Tabella 4.15

**Titoli in deposito presso le banche**

ALTO ADIGE (BOLZANO)	totale		famiglie consumatrici	
	Dic. 2007	Set. 2008	Dic. 2007	Set. 2008
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	3.901	3.812	2.466	2.422
titoli di Stato	924	896	757	763
Obbligazioni	643	802	478	542
Azioni	833	767	506	453
quote di OICR	748	680	627	565
Altro	753	667	98	99

Tabella 4.16

**Raccolta bancaria diretta**

(dati in milioni di €)

	totale		famiglie consumatrici	
	dic. 2007	sett. 2008	dic. 2007	sett. 2008
ALTO ADIGE				
depositi totali	8.713	8.901	5.973	5.883
conti correnti	6.307	6.465	3.858	3.775
pronti contro termine	730	878	596	705
altro	1.676	1.558	1.519	1.403

Tabella 4.17

<b>RAMI DANNI TOTALI</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BOLZANO	257.277	267.192	281.765	294.719	306.071	314.197	316.120	313.747	331.765
TRENTO	252.664	264.269	286.020	295.229	310.232	321.092	333.379	336.697	353.091
<b>TRENTINO A.A. (DANNI TOT)</b>	<i>509.941</i>	<i>531.460</i>	<i>567.785</i>	<i>589.948</i>	<i>616.303</i>	<i>635.289</i>	<i>649.499</i>	<i>650.444</i>	<i>684.856</i>
<b>VITA</b>									
ESERCIZIO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BOLZANO	200.923	250.554	250.069	265.600	350.268	352.844	378.690	366.116	298.737
TRENTO	193.076	274.421	256.287	388.591	408.376	405.053	429.269	401.771	440.110
<b>TRENTINO A.A. (VITA)</b>	<i>393.999</i>	<i>524.975</i>	<i>506.356</i>	<i>654.191</i>	<i>758.644</i>	<i>757.897</i>	<i>807.959</i>	<i>767.887</i>	<i>738.847</i>

Tabella 4.18

**Titoli in deposito presso le banche** (dati in milioni di Euro)

Settembre 2008	VENETO	TRENTINO	ALTO ADIGE	PIEMONTE	FRIULI VENEZIA GIULIA	LOMBARDIA
titoli a custodia semplice e amministrata di cui:	58.114	6.155	3.812	97.355	84.777	312.615
titoli di Stato	19.647	3.099	896	38.656	34.550	121.742
Obbligazioni	18.150	1.147	802	27.296	36.354	97.873
Azioni	7.048	1.330	767	8.248	3.300	30.952
quote di OICR	9.275	410	680	14.785	2.174	35.954
Altro	3.994	169	667	8.370	8.399	26.094

Tabella 4.19

**Raccolta bancaria diretta**

(dati in milioni di euro)

SETTEMBRE 2008	LOMBARDIA	VENETO	PIEMONTE	TRENTINO	ALTO ADIGE	FRIULI VENEZIA GIULIA
depositi totali	222.372	71.515	66.747	9.072	8.901	20.982
conti correnti	165.479	50.514	47.385	6.722	6.465	16.426
pronti contro termine	35.662	11.941	12.596	1.162	878	2.584
altro	21.231	9.060	6.766	1.188	1.558	1.972