

**DOCUMENTO CONTENENTE INFORMAZIONI SULL'INTERMEDIARIO, SUI SERVIZI PRESTATI, SULLA SALVAGUARDIA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E DELLE SOMME DI DENARO, SULLA NATURA E SUI RISCHI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI**

Il presente documento ha lo scopo di fornire ai clienti informazioni sulla Cassa di Risparmio di Asti S.p.A. (in seguito Intermediario o Banca) e sui servizi da essa prestati, sui presidi adottati per la salvaguardia degli strumenti finanziari e la liquidità dei clienti nonché sulla natura e sui rischi connessi agli investimenti in strumenti finanziari.

**SEZIONE 1 - INFORMAZIONI SULL'INTERMEDIARIO E SUI SERVIZI PRESTATI**

**1.1 - Informazioni sull'intermediario**

**Dati identificativi**

Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.  
Sede Legale e Direzione Generale: P.zza Libertà 23 14100 Asti  
Codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di 00060550050  
Albo delle Banche n. 5142 - Albo dei Gruppi Bancari n.6085  
Capitale Sociale: euro 308.367.719,76 i.v.

**Contatti**

Recapito telefonico: 0141.393111  
Call Center: 800 998060  
Numero di fax: 0141.355060  
Indirizzo e-mail: [info@bancadiasti.it](mailto:info@bancadiasti.it)  
Sito Internet: [www.bancadiasti.it](http://www.bancadiasti.it)

**Autorizzazione**

L'intermediario dichiara di essere autorizzato dalle competenti Autorità di Vigilanza all'esercizio dei servizi di investimento infra specificati al punto 1.2

**Recapito dell'Autorità di Vigilanza**

BANCA D'ITALIA  
Via Nazionale, 91  
00184 Roma  
Tel.: +39 06 47921  
[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

CONSOB  
Via G.B. Martini, 3 - 00198 ROMA  
Tel.: +39 06 84771 (centralino)  
Fax: +39 06 8417707  
e-mail: [consob@consob.it](mailto:consob@consob.it)  
[www.consob.it](http://www.consob.it)

IVASS  
Via del Quirinale 21  
00187 Roma  
tel.: +39 06 42 133 1  
sito internet: [www.ivass.it](http://www.ivass.it)

**Lingua**

La lingua con la quale il cliente può comunicare con l'intermediario e ricevere da quest'ultimo documenti (contratti, rendiconti, comunicazioni) è la lingua italiana.

**Reclami e Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF)**

Per eventuali contestazioni in ordine ai rapporti intrattenuti con la Banca, il Cliente potrà inviare, tramite lettera raccomandata a.r., un reclamo motivato all'Ufficio Reclami della stessa, all'indirizzo: P.zza Libertà, 23 - 14100 Asti (AT). La Banca provvederà a riscontrare il reclamo pervenuto inviando una risposta scritta entro 30 giorni dalla data di ricevimento del reclamo medesimo.

Qualora il Cliente non abbia ottenuto risposta soddisfacente ovvero nei termini previsti, può ricorrere all'Arbitro per le Controversie Finanziarie ([www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it)).

## 1.2 - Servizi di investimento prestati dall'intermediario

Di seguito si riporta una breve descrizione dei servizi e delle attività di investimento che la Banca è autorizzata a prestare nei confronti del pubblico:

- a) **Negoziante per conto proprio** (art. 1, comma 5, lett. a) del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito "TUF").

Consiste nell'attività svolta dalla Banca di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti.

La remunerazione della Banca è normalmente rappresentata dalla differenza (spread) tra il prezzo di carico del titolo ed il prezzo praticato al cliente. Resta comunque ferma la possibilità della Banca di applicare commissioni al cliente.

- b) **Esecuzione di ordini per conto dei clienti** (art. 1, comma 5, lett. b) del TUF).

Consiste nell'attività svolta dalla Banca che, a seguito dell'ordine ricevuto dal cliente, lo esegue ricercando una controparte sulle diverse sedi di esecuzione e facendo incontrare gli ordini. La remunerazione della Banca è normalmente rappresentata dalle commissioni applicate al cliente. Rientra nel servizio di esecuzione di ordini la conclusione di operazioni di sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari emessi dalla Banca stessa, al momento della loro emissione.

- c) **Collocamento** (art. 1, comma 5, lett. c) e c-bis) del TUF).

Consiste nell'offerta agli investitori di strumenti finanziari, a condizioni standardizzate, sulla base di un accordo preventivo che intercorre tra l'intermediario collocatore e il soggetto che emette (o vende) gli strumenti stessi.

L'accordo tra il collocatore e l'emittente (od offerente) può prevedere che il collocatore si assuma il rischio del mancato collocamento degli strumenti finanziari, secondo due diverse modalità: (i) il collocatore si assume l'impegno di acquisire, al termine dell'offerta, gli strumenti finanziari non collocati (c.d. collocamento con impegno irrevocabile); (ii) il collocatore acquisisce immediatamente gli strumenti finanziari oggetto del collocamento, assumendo conseguentemente l'impegno di offrirli a terzi (c.d. collocamento con assunzione a fermo).

L'attività dell'intermediario si sostanzia in un'attività promozionale presso la clientela finalizzata al collocamento degli strumenti finanziari o dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione per i quali l'intermediario abbia ricevuto apposito incarico da parte della società emittente.

Il presente servizio consiste anche in un'attività di assistenza del cliente successiva al collocamento iniziale (c.d. postvendita).

- d) **Gestione di portafogli** (art. 1, comma 5, lett. d) del TUF).

Consiste nella gestione, su base discrezionale ed individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti.

L'obbligo di gestire, pertanto, comprende tanto l'obbligo di effettuare discrezionalmente valutazioni professionali circa le opportunità di investimento quanto l'obbligo di predisporre la possibilità che dette valutazioni si traducano in operazioni.

- e) **Ricezione e trasmissione di ordini** (art. 1, comma 5, lett. e) del TUF).

Consiste nell'attività svolta dalla Banca che, in seguito ad un ordine impartito dal cliente, non esegue direttamente tale ordine, ma lo trasmette ad un soggetto negoziatore, preventivamente selezionato, per la successiva esecuzione nelle relative sedi.

La Banca può altresì mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro.

- f) **Consulenza in materia di investimenti** (art. 1, comma 5 bis, lett. f) del TUF).

Consiste nella prestazione da parte della Banca di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'intermediario, riguardo ad una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione. Non rappresenta consulenza in materia di investimenti la consulenza che ha ad oggetto non strumenti finanziari, ma tipi di strumenti finanziari.

La Normativa di Riferimento prevede due tipologie di consulenza: la consulenza indipendente e quella non indipendente. La consulenza è indipendente quando l'intermediario: a) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti; b) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti, che non deve essere limitata a strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento o da entità che hanno con essa stretti legami o rapporti legali o economici (come un rapporto contrattuale) tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata. Se la consulenza prestata da un intermediario non ha tali caratteristiche la stessa non è di natura indipendente.

Il servizio di consulenza offerto dalla Banca è fornito su base non indipendente.

\*\*\*\*\*

### **Esecuzione di ordini per conto dei clienti e ricezione e trasmissione di ordini secondo la modalità della sola esecuzione (c.d. execution only).**

I servizi, ad iniziativa del cliente, possono essere prestati in modalità di mera esecuzione quando hanno ad oggetto strumenti finanziari non complessi. In questo caso la Banca si limita ad eseguire disposizioni impartite dal cliente di propria iniziativa. Per strumenti finanziari non complessi si intendono: (I) azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente di un paese terzo; (II) strumenti del mercato monetario; (III) obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato); (IV) OICR armonizzati e altri strumenti finanziari non complessi.

### **Consulenza generica**

Nell'ambito dei servizi di investimento sopra illustrati può essere prestata dall'intermediario a favore del cliente la consulenza generica relativa a tipi di strumenti finanziari, che, quindi, si sostanzia in un'attività di assistenza del cliente nella pianificazione del portafoglio (cc. dd. asset allocation e financial planning). Detta attività deve essere considerata come parte integrante del servizio di investimento a cui si riferisce.

Oltre ai predetti servizi, la Banca presta i seguenti servizi accessori:

- la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi: si sostanzia nella custodia e/o amministrazione, per conto del cliente, di strumenti finanziari e titoli in genere, cartacei o dematerializzati (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, ecc.);
- la concessione di finanziamenti agli investitori: consiste nella concessione di finanziamenti al cliente per consentirgli di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene, in qualità di intermediario, il soggetto che concede il finanziamento;
- l'intermediazione in cambi, consiste nell'attività di negoziazione di una valuta contro un'altra, a pronti, nonché ogni altra forma di mediazione avente ad oggetto valuta, laddove collegata alla prestazione di servizi di investimento.

### **1.3. Informazioni sui costi e sugli oneri connessi ai servizi di investimento prestati dall'intermediario**

Le informazioni sui costi e degli oneri connessi ai servizi di investimento prestati dalla Banca sono riportate nei relativi contratti.

La Banca, inoltre, con le modalità previste dai relativi contratti assolve agli obblighi di trasparenza ex ante ed ex post in materia di costi ed oneri dei Servizi e dei Prodotti.

### **1.4. Informazioni sulla natura, frequenza, calendario delle relazioni sull'esecuzione**

La Banca, con riferimento ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti e negoziazione per conto proprio, consulenza in materia di investimenti, deposito, custodia ed amministrazione di strumenti finanziari:

- a) fornisce al cliente - quanto prima e al più tardi il primo giorno lavorativo successivo a quello dell'esecuzione dell'ordine impartito dal cliente stesso, ovvero a quello in cui la Banca medesima ha avuto conferma dell'esecuzione dell'ordine da parte dell'intermediario cui è stato trasmesso - apposita rendicontazione. Con riferimento al servizio di collocamento, la Banca non è tenuta ad inviare alcuna rendicontazione dove le informazioni di cui sopra siano inviate al cliente dalla società prodotto;
- b) nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, la Banca consegna al cliente un documento esplicativo della raccomandazione personalizzata fornita.  
La Banca valuta inoltre l'adeguatezza nel tempo del portafoglio del cliente con le periodicità stabilite in funzione del livello di servizio scelto dal cliente;
- c) invia al cliente, secondo la periodicità concordata e comunque almeno trimestralmente, un rendiconto degli strumenti finanziari detenuti presso la Banca medesima, contenente le informazioni concernenti gli strumenti finanziari stessi alla fine del periodo oggetto del rendiconto;
- d) la Banca nel caso in cui il cliente al dettaglio detenga in deposito posizioni in Strumenti Finanziari caratterizzati da effetto leva o posizioni in operazioni con passività potenziali, così come definiti dalla Normativa di Riferimento o dalle competenti Autorità di Vigilanza di settore, informa il Cliente quando il valore iniziale di ciascuno Strumento Finanziario subisce un deprezzamento del 10% e successivamente di multipli del 10%.

Con riferimento al servizio di gestione di portafogli, la Banca:

- a) invia al cliente un rendiconto trimestrale o mensile qualora il portafoglio sia caratterizzato da effetto leva;
- b) invia un apposito avviso nel caso in cui il valore complessivo del patrimonio in gestione, subisca un deprezzamento del 10% e, successivamente, di multipli del 10%, entro la fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata o, qualora essa sia superata in un giorno non lavorativo, entro la fine del giorno lavorativo successivo. La modalità di calcolo della perdita è determinata secondo le previsioni della Normativa di Riferimento.

## **SEZIONE 2 - INFORMAZIONI CONCERNENTI LA SALVAGUARDIA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E DELLE SOMME DI DENARO DELLA CLIENTELA**

### **2.1 - Misure generali approntate per assicurare la tutela dei diritti dei clienti**

Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, gli strumenti finanziari dei singoli clienti detenuti dalla Banca costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello della Banca e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell'eventuale depositario o subdepositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi.

Le somme di denaro detenute dalla Banca seguono la disciplina del deposito bancario e pertanto, ai sensi dell'art. 1834 c.c., la Banca ne acquista la proprietà, salvo il diritto del cliente depositante di richiederne la restituzione.

Presso la Banca sono istituite e conservate apposite evidenze contabili degli strumenti finanziari e del denaro detenuti dalla banca per conto della clientela. Tali evidenze sono relative a ciascun cliente e suddivise per tipologia di servizio e attività prestate. Le evidenze sono aggiornate in via continuativa e con tempestività in modo da poter ricostruire in qualsiasi momento con certezza la posizione di ciascun cliente. Esse sono regolarmente riconciliate con gli estratti conto (liquidità e strumenti finanziari) ovvero con gli strumenti finanziari per i quali la banca presta il servizio di custodia e amministrazione. Nelle evidenze, la banca indica con riferimento alle singole operazioni relative a beni di pertinenza dei clienti, la data dell'operazione, la data del regolamento previsto dal contratto e la data dell'effettivo regolamento. Nel caso in cui le operazioni effettuate per conto dei clienti prevedano la costituzione o il regolamento di margini presso terze parti, la Banca mantiene distinte le posizioni di ciascun cliente relative a tali margini in modo da evitare compensazioni tra margini incassati e dovuti relativi ad operazioni poste in essere per conto dei differenti clienti o per conto della banca medesima.

## **2.2 - Subdeposito degli strumenti finanziari della clientela**

Ferma restando la responsabilità della banca nei confronti del cliente, anche in caso di insolvenza dei soggetti di seguito indicati, gli strumenti finanziari possono essere depositati, previo consenso del cliente, presso:

- Clearstream Banking Luxembourg SA - Lussemburgo
- Monte Titoli Spa - Italia
- Banca C.R.Asti S.p.A. con facoltà di subdeposito presso i medesimi depositari più sopra specificati.

Il deposito degli OICR avviene presso la banca depositaria indicata nel prospetto informativo.

In caso di subdeposito degli strumenti finanziari di pertinenza del cliente presso i soggetti sopra indicati, la Banca accende conti ad essa intestati presso ciascun subdepositario, rubricati "in conto terzi" (c.d. "conto omnibus"). Tali conti sono tenuti distinti da quelli eventualmente accesi della Banca stessa presso il medesimo subdepositario, nonché dai conti di proprietà del subdepositario. La Banca mantiene evidenze degli strumenti finanziari di pertinenza di ciascun cliente subdepositati presso i subdepositari, e riporta in ciascun conto di deposito di ogni cliente la denominazione del subdepositario. Nell'ipotesi di ricorso a una struttura di Conto Omnibus nelle modalità di sub-deposito degli asset della clientela presso la rete di sub-depositarie, la Banca pone in essere le misure operative e contrattuali nei confronti dei propri sub-depositari atte a salvaguardare i Prodotti Finanziari di pertinenza dei clienti in qualsivoglia configurazione operativa.

Resta in ogni caso ferma la responsabilità della Banca nei confronti dei clienti per qualsiasi atto o omissione dei soggetti presso i quali i Prodotti Finanziari siano stati sub-depositati.

La Banca monitora periodicamente l'attività dei sub-depositari, al fine di riesaminare l'efficienza e l'affidabilità del servizio.

Nel caso di subdeposito degli strumenti finanziari, ed in specie nei casi in cui sia necessario subdepositarli, per la natura degli stessi ovvero dei servizi e delle attività di investimento prestate, presso soggetti insediati in paesi i cui ordinamenti non prevedono una regolamentazione del deposito di strumenti finanziari per conto di terzi, il cliente è esposto al rischio della confusione degli strumenti finanziari di sua pertinenza con quelli del subdepositario o dei clienti di quest'ultimo, nonché dell'insolvenza dell'assoggettamento a procedure concorsuali o simili del subdepositario.

La Banca, tuttavia, mantiene nei confronti del cliente la piena ed assoluta responsabilità del deposito, neutralizzando quindi i rischi appena rappresentati.

## **2.3 - Diritti di garanzia o privilegi**

### **a) Diritto di garanzia**

In forza delle disposizioni contrattuali, la Banca è investita del diritto di ritenzione sugli strumenti finanziari o valori di pertinenza del cliente che siano comunque e per qualsiasi ragione detenuti dalla Banca stessa o che pervengano ad essa successivamente, a tutela di qualunque suo credito verso il cliente - anche se non liquido ed esigibile ed anche se cambiario o assistito da altra garanzia reale o personale - già in essere o che dovesse sorgere verso il cliente, rappresentato, a titolo esemplificativo, da saldo passivo di conto corrente e/o dipendente da qualunque operazione bancaria o finanziaria, quale ad esempio: compravendita titoli e cambi, operazioni di intermediazione o prestazioni di servizi. Il diritto di ritenzione è esercitato sugli anzidetti strumenti finanziari o valori o loro parte per importi congruamente correlati ai crediti vantati dalla Banca e comunque non superiori a due volte il predetto credito.

### **b) Privilegio**

In caso di inadempimento del cliente, la Banca può valersi dei diritti ad essa spettanti ai sensi degli articoli 2761, commi 3 e 4, e 2756, commi 2 e 3, c.c., realizzando direttamente o a mezzo di altro intermediario abilitato un quantitativo degli strumenti finanziari depositati congruamente correlato al credito vantato dalla Banca stessa.

### **c) Diritto di compensazione**

In forza delle disposizioni contrattuali, quando esistono posizioni di debito/credito reciproche tra la Banca ed il cliente sullo stesso rapporto o in più rapporti o più conti di qualsiasi genere o natura, anche di deposito, ancorché intrattenuti presso dipendenze italiane ed estere della Banca medesima, ha luogo in ogni caso la compensazione di legge ad ogni suo effetto. Al verificarsi di una delle ipotesi previste dall'art. 1186 c.c., o al prodursi di eventi che incidano negativamente sulla situazione patrimoniale, finanziaria o economica del Cliente, in modo tale da porre palesemente in pericolo il recupero del credito vantato dalla Banca, quest'ultima ha altresì il diritto di valersi della compensazione ancorché i crediti, seppure in valute differenti, non siano liquidi ed esigibili e ciò in qualunque momento senza obbligo di preavviso e/o formalità, fermo restando che dell'intervenuta compensazione la Banca darà pronta comunicazione scritta al cliente.

## **2.4 - Utilizzo degli strumenti finanziari dei clienti da parte della Banca**

La Banca non potrà utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, salvo consenso scritto di questi ultimi, formalizzato in un apposito contratto.

Tale contratto indicherà le controparti, le caratteristiche delle operazioni che possono essere effettuate, le garanzie fornite,

nonché la responsabilità delle parti coinvolte nelle singole operazioni, le condizioni di restituzione degli strumenti finanziari e i rischi che ne derivano.

## **2.5- Sistema di garanzia dei depositi**

La Banca aderisce, ai sensi dell'art. 59 del TUF, al Fondo Nazionale di Garanzia che preveda un sistema di indennizzo degli investitori nel caso in cui la Banca sia posta in liquidazione coatta amministrativa.

Le modalità dell'indennizzo sono disciplinate nel "Regolamento Operativo" approvato con decreti del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica 30 giugno 1998 e 29 marzo 2001 e del Ministero dell'Economia e delle Finanze 19 giugno 2007.

Il Fondo Nazionale di Garanzia, nel caso in cui la Banca sia posta in liquidazione coatta amministrativa, indennizza gli investitori che ne facciano istanza fino all'importo massimo di Euro 20.000.

## **SEZIONE 3 - INFORMAZIONI SULLA NATURA E SUI RISCHI DEGLI STRUMENTI / PRODOTTI FINANZIARI**

### **3.1 I principali rischi di un investimento in strumenti/prodotti finanziari trattati dalla Banca**

Prima di effettuare un investimento in strumenti finanziari l'investitore deve informarsi presso il proprio intermediario sulla natura e i rischi delle operazioni che si accinge a compiere. In particolare, per tutte le operazioni di acquisto e di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti dalla Banca, quest'ultima mette a disposizione della clientela la relativa documentazione d'offerta, presso le dipendenze ovvero sul sito [www.bancadiasti.it](http://www.bancadiasti.it), nelle apposite sezioni relative ai prodotti.

L'investitore deve concludere un'operazione solo se ha ben compreso la sua natura, tutte le caratteristiche ed il grado di esposizione al rischio che essa comporta.

Per apprezzare il rischio derivante da un investimento in strumenti/prodotti finanziari è necessario tenere presenti i seguenti elementi:

- Rischio di mercato:
  - Rischio di prezzo dello strumento finanziario
  - Rischio di interesse
  - Rischio di tasso di cambio
  - Rischio di volatilità
- Rischio di liquidità
- Rischio di credito
  - Rischi di insolvenza
  - Rischi di spread di credito
  - Rischio sovrano
  - Rischio di subordinazione
- Rischio derivato dall'utilizzo della leva finanziaria
- Rischio connesso all'applicazione del "bail-in"
- Rischio derivante dal grado di complessità dello strumento finanziario

3.1.1 Il **Rischio di mercato** è la potenziale perdita associabile ad un investimento in conseguenza delle variazioni dei principali fattori di mercato che ne influenzano il valore. Il rischio di mercato può essere articolato nelle seguenti principali componenti:

- **Rischio di prezzo:** in linea generale, il rischio di prezzo può essere idealmente scomposto in due componenti: il rischio specifico ed il rischio generico (o sistemico). Il rischio specifico dipende dalle caratteristiche peculiari dell'emittente e può essere diminuito sostanzialmente attraverso la suddivisione del proprio investimento tra titoli emessi da emittenti diversi (diversificazione del portafoglio), mentre il rischio sistemico misura, a parità di tutte le altre condizioni, la sensibilità del prezzo di ciascun titolo all'andamento dei mercati finanziari, e non può essere eliminato per il tramite della diversificazione.
- **Rischio di interesse** si manifesta quando il valore di mercato dello strumento finanziario è sensibile a variazioni dei tassi di interesse di mercato. Tale rischio è tanto maggiore quanto più lontana è la scadenza dello strumento ed è tipico delle obbligazioni e dei derivati sui tassi di interesse.
- **Rischio di cambio:** è il rischio che variazioni nel valore di una valuta provochino variazioni nel valore di mercato dell'investimento. Qualora uno strumento finanziario sia denominato in una divisa diversa da quella di riferimento per l'investitore, tipicamente l'Euro per l'investitore italiano, o sia agganciato a parametri di riferimento quotati in una valuta differente da quella di riferimento dell'investitore, al fine di valutare la rischiosità complessiva dell'investimento occorre tenere presente la variabilità (volatilità) del rapporto di cambio tra la divisa di riferimento (Euro) e la divisa estera in cui è denominato l'investimento. L'investitore deve considerare che i rapporti di cambio con le divise di molti paesi, in particolare di quelli in via di sviluppo, sono altamente variabili (volatili) e che comunque l'andamento dei tassi di cambio può condizionare il risultato complessivo dell'investimento.
- **Rischio di volatilità:** la volatilità misura l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività

finanziaria. Al crescere della volatilità cresce la probabilità che la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta, ossia cresce la probabilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi, sia in aumento che in diminuzione. Di conseguenza ad oscillazioni ampie del prezzo possono corrispondere profitti o perdite altrettanto importanti risultando, dunque, maggiore il rischio associato.

**3.1.2** **Rischio di liquidità:** è legato alla difficoltà o impossibilità di liquidare il proprio investimento anticipatamente rispetto alla sua naturale scadenza senza perdita di valore rispetto al suo prezzo equo. Esso dipende principalmente dalle caratteristiche del mercato in cui il titolo è trattato. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli trattati su mercati organizzati sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati. Questo in quanto la domanda e l'offerta di titoli viene convogliata in gran parte su tali mercati e quindi i prezzi ivi rilevati sono più affidabili quali indicatori dell'effettivo valore degli strumenti finanziari. Occorre tuttavia considerare che lo smobilizzo di titoli trattati in mercati a cui sia difficile accedere, perché aventi sede in paesi lontani o per altri motivi, può comunque comportare per l'investitore difficoltà di liquidare i propri investimenti e la necessità di sostenere costi aggiuntivi, anche per la frammentazione della liquidità derivante dalla soppressione dell'obbligo di concentrazione delle operazioni nei mercati regolamentati.

**3.1.3** **Rischio di credito:** può essere articolato nelle seguenti principali componenti:

- **Rischio di insolvenza:** rappresenta la possibilità che l'emittente non sia in grado, in futuro, di far fronte regolarmente agli impegni finanziari assunti alle date stabilite. Nell'ambito degli strumenti obbligazionari questo rischio coincide con il mancato pagamento di cedole e/o rimborso del valore nominale a scadenza, mentre in quello dei titoli rappresentativi del capitale si declina come rischio di fallimento dell'emittente.
- **Rischio di spread di credito:** è il rischio che il valore di mercato di uno strumento finanziario subisca variazioni negative inattese a causa della mancata solvibilità o situazione finanziaria dell'emittente.
- **Rischio sovrano:** ricorre quando un governo nazionale non riesce a fare fronte ai propri impegni debitori. In caso di scarsa liquidità o a causa di una crisi temporanea, si corre il rischio che anche una nazione non possa ottemperare ai propri obblighi contrattuali. Ad esempio, in condizioni di indebitamento elevato, potrebbe non poter assolvere ai propri impegni di pagamento (titoli di Stato e simili) alle scadenze stabilite.
- **Rischio di subordinazione:** è tipico delle emissioni obbligazionarie subordinate che, in caso di insolvenza e/o liquidazione dell'emittente, potrebbero generare perdite superiori rispetto alle obbligazioni ordinarie.

**3.1.4** **Rischio derivato dall'utilizzo della leva finanziaria:** è il rischio derivante dal meccanismo che consente all'investitore di moltiplicare la performance del sottostante investito. L'investimento in un prodotto con leva consente di impiegare un ammontare di capitale inferiore rispetto a quello necessario per un investimento diretto nel sottostante. Tale meccanismo non amplifica solo i guadagni, ma anche le eventuali perdite.

**3.1.5** **Rischio connesso all'applicazione del "bail-in":** l'investimento in azioni od obbligazioni di emittenti bancari comporta il rischio di perdita, anche integrale, del capitale investito, laddove nel corso della vita dei titoli la Banca Emittente venga a trovarsi in una situazione di dissesto o a rischio di dissesto. In particolare, nel caso in cui la Banca sia in dissesto o a rischio di dissesto (come definito all'art. 17, comma 2, del D. Lgs. n. 180 del 16 novembre 2015), l'investitore è esposto al rischio di riduzione, anche integrale, del valore nominale delle azioni ed obbligazioni, con perdita totale del capitale investito, o, nel caso di obbligazioni, di conversione delle obbligazioni in azioni, anche indipendentemente dall'avvio di una procedura di risoluzione (tra cui il "bail-in"). In caso di applicazione di una misura di risoluzione ovvero di riduzione o conversione in azioni, possono essere modificati: la scadenza delle obbligazioni bancarie, l'importo dei relativi interessi ovvero la data di esigibilità degli interessi stessi, prevedendo a riguardo la sospensione dei relativi pagamenti per un periodo transitorio. Inoltre, nel caso di applicazione del "bail-in" le azioni sono soggette a riduzione prima delle obbligazioni mentre le obbligazioni subordinate sono ridotte o convertite in azioni prima delle obbligazioni non subordinate. Le misure di risoluzione indicate sono applicabili alle azioni ed obbligazioni bancarie, senza distinzione del servizio di investimento utilizzato. La normativa di riferimento è rappresentata dai decreti legislativi 180/2015 e 181/2015 (pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale) con i quali è stata recepita nell'ordinamento italiano la Direttiva 2014/59/UE, denominata Direttiva BRRD, sul risanamento e la risoluzione delle banche, che introduce regole armonizzate per prevenire e gestire le crisi, con individuazione delle misure applicabili alle banche ed alle imprese di investimento. La Direttiva BRRD prevede il principio generale in base al quale i costi della crisi devono essere sopportati in primo luogo dagli azionisti e dai creditori, in linea con la gerarchia prevista dalla normativa fallimentare. Solo al ricorrere di presupposti specifici è possibile l'intervento di un "Fondo di risoluzione", finanziato dal sistema bancario, a integrazione delle risorse degli azionisti e dei creditori. L'intervento pubblico è destinato a svolgere un ruolo residuale. Sulla base delle indicazioni fornite dalla Direttiva BRRD, in Italia i compiti e i poteri di risoluzione sono stati attribuiti alla Banca d'Italia.

#### ***Il bail-in***

Tra i nuovi strumenti di risoluzione, il *bail-in* (letteralmente salvataggio interno) prevede la riduzione forzosa del valore delle azioni e di alcune tipologie di debiti della banca in crisi e la conversione di tali debiti in azioni. Le misure di risoluzione introdotte con i decreti legislativi 180 e 181 sono applicabili dal 1° gennaio 2016 su tutti gli strumenti finanziari individuati dalla normativa, a prescindere dalla loro data di emissione, mentre la misura della riduzione ovvero della conversione in azioni degli strumenti finanziari è in vigore dal 16 novembre

2015, sempre a prescindere dalla data di emissione degli strumenti finanziari interessati.

Dato l'impatto del nuovo strumento, la Direttiva ha escluso dalla sua applicazione le categorie di passività considerate più rilevanti per la stabilità del sistema e quelle protette in sede concorsuale. Non possono pertanto essere oggetto di *bail-in* i depositi protetti dal sistema di garanzia del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (depositi di valore pari o inferiore a 100.000,00 euro per depositante e per banca, per cui in caso di rapporti cointestati il limite deve intendersi per ciascuno dei contitolari); le obbligazioni garantite da attivi della banca (quali i *covered bonds*); i debiti interbancari a brevissimo termine; i debiti verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali privilegiati dalla normativa fallimentare.

Le altre passività possono essere interessate dal *bail-in* secondo il seguente ordine di priorità, definito dalla normativa: il capitale (le azioni) e riserve dell'intermediario; gli strumenti aggiuntivi di capitale di classe 1; gli strumenti aggiuntivi di capitale di classe 2; gli altri debiti subordinati diversi dagli strumenti di classe 1 e di classe 2; le obbligazioni bancarie non garantite (senior) e le altre passività; i depositi superiori a 100.000,00 euro detenuti da persone fisiche, microimprese o piccole e medie imprese (per la parte che eccede il limite di euro 100.000,00 per depositante).

**3.1.6 Rischio derivante dal grado di complessità dello strumento finanziario:** La complessità di uno strumento o prodotto finanziario è un elemento da tenere presente al momento dell'investimento, in quanto rende più difficile la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell'investimento stesso e può pregiudicare la capacità del cliente di assumere scelte consapevoli. La disciplina sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail è contenuta nella Comunicazione 0097996/14, adottata dalla Consob in data 22 dicembre 2014, nella quale sono richiamate le Opinioni pubblicate dall'Esma ed in particolare "MiFID practices for firms selling complex products" del 7 febbraio 2014 e "Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements" del 27 marzo 2014. Inoltre, la Consob in data 23 giugno 2015 ha pubblicato un documento concernente "chiarimenti applicativi in relazione a taluni aspetti trattati nella Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail".

In attuazione di quanto previsto in tali documenti, l'intermediario è tenuto ad effettuare una due diligence su tutti i prodotti complessi che intende inserire nella gamma di offerta, al fine di evitare di prestare consigli su un determinato prodotto ovvero di venderlo quando venga accertato che tale prodotto "in concreto non possa mai soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti o che rispetto ad esso manchino le informazioni sufficienti a valutarne le principali caratteristiche ed i rischi".

L'Autorità di Vigilanza ha provveduto a redigere un elenco allegato alla Comunicazione n. 0097996/14, da intendersi esemplificativo e non esaustivo, di prodotti ritenuti a "complessità molto elevata", rimettendo alla Banca il compito di assumere le proprie determinazioni. La Consob ha individuato specificamente talune tipologie di prodotti che sono state ritenute normalmente non adatte alla clientela al dettaglio e raccomanda che non siano consigliate né distribuite in via diretta (nell'ambito di servizi esecutivi, assistiti o meno da quello di consulenza) alla clientela retail ed in particolare:

- prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività;
- prodotti finanziari per i quali, al verificarsi di determinate condizioni o su iniziativa dell'emittente, sia prevista la conversione in azioni o la decurtazione del valore nominale;
- prodotti finanziari credit linked;
- strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF non negoziati in trading venues, con finalità diverse da quelle di copertura;
- prodotti finanziari strutturati, non negoziati in trading venues, il cui pay-off non rende certa l'integrale restituzione a scadenza del capitale investito dal cliente.

La Consob, inoltre, ha individuato ulteriori prodotti, ritenuti a complessità molto elevata, che richiedono specifiche competenze e un approccio particolarmente qualificato nella relazione con il cliente e che devono essere proposti previa verifica della sussistenza di informazioni sufficienti a valutarne le principali caratteristiche ed i relativi rischi:

- Strumenti finanziari derivati, di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF diversi da quelli di cui al punto iv);
- Prodotti finanziari con pay-off legati ad indici che non rispettano gli Orientamenti ESMA del 18 dicembre 2012 relativi agli ETF;
- Obbligazioni perpetue;
- OICR c.d. alternative;
- Prodotti finanziari strutturati, negoziati in trading venues, il cui pay-off non rende certa l'integrale restituzione a scadenza del capitale investito dal Cliente;
- Prodotti con leva maggiore di 1;
- UCITS di cui all'art. 36 del Regolamento UE n.583/2010, nonché Polizze di Ramo III o V con analoghe caratteristiche.

La Banca, tenute presenti le caratteristiche della propria clientela ed accogliendo le raccomandazioni delle Autorità di Vigilanza, ha definito specifici criteri per individuare gli strumenti finanziari a complessità molto elevata che non intende proporre, collocare, distribuire o vendere. Qualora il cliente richieda di acquistare tali strumenti finanziari, verrà informato in merito all'impossibilità di dare corso all'operazione. Inoltre la banca ha stabilito specifici limiti di

investimento in strumenti finanziari a complessità molto elevata superiori rispetto a quelli di cui al punto precedente. La Banca non potrà proporre tali strumenti nell'ambito del servizio di consulenza oltre i predetti limiti.

## **3.2 Le tipologie di strumenti/prodotti finanziari trattati dalla Banca e i rischi associati**

Si indicano di seguito le caratteristiche e il funzionamento di ciascun tipo specifico di strumento finanziario trattato dalla Banca, i relativi rischi associati e una rappresentazione dei risultati di ciascun tipo di strumento finanziario in diverse condizioni di mercato. L'elencazione qui riportata può essere suscettibile di modifiche anche in rapporto alle scelte commerciali che la Banca si riserva di fare.

### **3.2.1 I titoli rappresentativi del capitale**

Acquistando titoli di capitale (i titoli più diffusi di tale categoria sono le azioni) si diviene soci della società emittente, partecipando al rischio economico della medesima; chi investe in titoli azionari ha diritto a percepire annualmente il dividendo sugli utili conseguiti nel periodo di riferimento che l'assemblea dei soci deciderà di distribuire. L'assemblea dei soci può comunque stabilire di non distribuire alcun dividendo.

In caso di fallimento della società emittente, il titolare di azioni sarà remunerato in via residuale, vale a dire che solo dopo aver soddisfatto tutte le ragioni creditorie degli altri portatori di interesse saranno soddisfatte quelle degli azionisti (postergazione). Tutte le azioni di una società hanno uguale valore nominale e tutte quelle appartenenti alla stessa categoria attribuiscono ai detentori uguali diritti.

Il nostro ordinamento conosce diverse tipologie di azioni che si differenziano in base ai diritti che attribuiscono: diritti amministrativi (diritto di voto, diritto di impugnativa delle delibere assembleari, diritto di recesso, diritto di opzione) e diritti economico-patrimoniali (diritto al dividendo, diritto di rimborso).

Le azioni si distinguono, ad esempio, in:

- ordinarie: tipo di azioni che non attribuiscono ai detentori alcun privilegio in relazione alla distribuzione dei dividendi o alla ripartizione dell'attivo in sede di liquidazione della società (postergazione);
- di risparmio: tipo di azioni prive del diritto di voto che godono di privilegi patrimoniali rispetto alle azioni ordinarie (antergazione);
- privilegiate: tipo di azioni che attribuiscono ai titolari un diritto di priorità rispetto agli azionisti ordinari in sede di distribuzione degli utili e di rimborso del capitale allo scioglimento della società, ma comportano la limitazione di alcuni o tutti i diritti amministrativi (diritto di voto, diritto di impugnare le delibere assembleari, diritto di recesso, diritto di opzione). Il diritto di opzione è uno strumento finanziario rappresentativo della facoltà, riconosciuta ai soci e ai possessori di obbligazioni convertibili, di sottoscrivere in sede di aumento di capitale o di emissione di un nuovo prestito obbligazionario convertibile, un numero di titoli proporzionale alle azioni (o obbligazioni convertibili) già detenute al momento della delibera assembleare.

Le azioni si possono anche classificare in base al regime giuridico di circolazione. Le azioni possono essere nominative o al portatore (azioni di risparmio).

#### **Rischi specifici connessi ai titoli di capitale:**

I rischi associati a questa tipologia di strumenti sono: il rischio di prezzo, il rischio di cambio, il rischio di volatilità, il rischio di liquidità, il rischio di insolvenza dell'emittente e il rischio connesso all'applicazione del "bail-in".

- **Rischio di prezzo:** il detentore di titoli di capitale rischierà la mancata remunerazione dell'investimento che è legata all'andamento economico della società emittente. In particolare, il rischio specifico di prezzo dipende dalle caratteristiche peculiari dell'emittente e può essere diminuito sostanzialmente attraverso la suddivisione del proprio investimento tra titoli emessi da emittenti diversi (diversificazione del portafoglio). Il rischio generico (o sistemico) di prezzo rappresenta quella parte di variabilità del prezzo di ciascun titolo che dipende dalle fluttuazioni del mercato e non può essere eliminato per il tramite della diversificazione. L'investitore che detiene in portafoglio un unico titolo azionario è esposto al rischio che un singolo evento avverso legato alla società comporti una perdita considerevole o totale.
- **Rischio di cambio:** è il rischio che variazioni nel valore di una valuta provochino variazioni nel valore di mercato dell'investimento. Qualora un titolo di capitale sia denominato in una divisa diversa da quella di riferimento per l'investitore, tipicamente l'Euro per l'investitore italiano, o sia agganciato a parametri di riferimento quotati in una valuta differente da quella di riferimento dell'investitore, al fine di valutare la rischiosità complessiva dell'investimento occorre tenere presente la variabilità (volatilità) del rapporto di cambio tra la divisa di riferimento (Euro) e la divisa estera in cui è denominato l'investimento. Ad esempio un investitore che detiene delle azioni denominate in Dollaro USA è esposto al rischio che tale valuta subisca un deprezzamento rispetto all'Euro.
- **Rischio di volatilità:** nell'ambito del rischio mercato, rileva in particolare il rischio legato alla volatilità dei titoli azionari. Il valore dell'investimento dipenderà dunque dalle fluttuazioni dei prezzi di mercato dei titoli azionari, che possono essere caratterizzati da elevati livelli di volatilità, soprattutto se confrontati con altre forme di investimento



(quali ad esempio i titoli di stato). La volatilità di un investimento misura l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività finanziaria e, in generale, l'ampiezza degli scostamenti delle quotazioni rispetto alla media registrata nell'ambito di un determinato intervallo temporale. Al crescere della volatilità cresce la probabilità che la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta, ossia cresce la probabilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi, sia in aumento che in diminuzione. Di conseguenza ad oscillazioni ampie del prezzo possono corrispondere profitti o perdite altrettanto importanti risultando, dunque, maggiore il rischio associato. Maggiore è tale volatilità nel tempo, maggiori sono le probabilità che, al momento della liquidazione dell'investimento, il valore dell'investimento possa risultare inferiore al valore d'acquisto.

- **Rischio di liquidità:** dipende dalle caratteristiche del mercato in cui il titolo è trattato. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli trattati su mercati organizzati sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati. Questo in quanto la domanda e l'offerta di titoli viene convogliata in gran parte su tali mercati e quindi i prezzi ivi rilevati sono più affidabili quali indicatori dell'effettivo valore degli strumenti finanziari. Occorre tuttavia considerare che lo smobilizzo di titoli trattati in mercati organizzati a cui sia difficile accedere, perché aventi sede in paesi lontani o per altri motivi, può comunque comportare per l'investitore difficoltà di liquidare i propri investimenti e la necessità di sostenere costi aggiuntivi. Il mercato azionario italiano può essere diviso in base alla capitalizzazione di Borsa, in *Blue Chips* (le società di maggiori dimensioni) e in *small-mid cap*. Il possessore di un'azione di un'azienda medio piccola sarà potenzialmente esposto ad un maggior rischio di liquidità rispetto al detentore di un'azione *Blue Chips*.
- **Rischio di insolvenza:** nell'ambito del rischio di credito, rileva in particolare il rischio di insolvenza dell'emittente. Quando si effettua un investimento in azioni è fondamentale valutare la solidità patrimoniale delle società emittenti: il massimo rischio teorico in capo all'azionista è il fallimento della società. Infatti in caso di fallimento di una società è molto difficile che i detentori di azioni della stessa, in quanto partecipanti al capitale di rischio, possano vedersi restituire anche solo una parte di quanto investito; in questi casi generalmente l'azionista subisce la perdita integrale dell'investimento.
- **Rischio connesso all'applicazione del "bail-in":** tra gli strumenti di gestione delle crisi delle banche e delle imprese di investimento sono state previste anche misure di riduzione del valore delle azioni e di altri strumenti di capitale oltre che misure di risoluzione, cui le Autorità di Risoluzione (in Italia la Banca d'Italia) possono fare ricorso quando la procedura di riduzione o conversione non consenta di rimediare allo stato di dissesto o di rischio di dissesto dell'intermediario. Tra le misure di risoluzione, il *bail-in* (letteralmente salvataggio interno) consiste nella riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in difficoltà. Il *bail-in* si applica seguendo una gerarchia la cui logica prevede che chi investe in strumenti finanziari più rischiosi sostenga prima degli altri le eventuali perdite. Solo dopo aver esaurito tutte le risorse della categoria più rischiosa si passa alla categoria successiva. Nel dettaglio, l'ordine di priorità in caso di ricorso al *bail-in* è il seguente: i) azioni; ii) altri titoli di capitale; iii) obbligazioni subordinate; iv) obbligazioni e altre passività ammissibili, ivi compresi i depositi sopra i 100.000 euro, di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle piccole e medie imprese; v) depositi di persone fisiche e di piccole e medie imprese per l'importo eccedente i 100.000 euro.

### 3.2.2 I titoli di debito

Acquistando titoli di debito (tra i più diffusi titoli di debito si ricordano le obbligazioni) si diviene finanziatori della società o degli enti che li hanno emessi e si ha diritto a percepire periodicamente gli interessi previsti dal regolamento dell'emissione e, alla scadenza, il rimborso del capitale prestato. I titoli di debito si differenziano dai titoli di capitale (tra cui le azioni) perché, mentre questi ultimi assicurano al loro titolare il diritto di partecipazione alla gestione della società e un dividendo che è subordinato all'esistenza di utili, i titoli di debito attribuiscono al titolare solo un diritto di credito che deve essere comunque soddisfatto alla scadenza prevista, a prescindere dai risultati dell'esercizio sociale. Gli elementi caratteristici di un titolo di debito sono:

- il **tasso di interesse nominale** può essere fisso, se calcolato sulla base di un rendimento predeterminato, o variabile se è previsto un rendimento variabile nel tempo, il cui importo è determinato periodicamente con riferimento a parametri finanziari o reali specificati al momento dell'emissione (ad esempio il tasso Euribor) oppure indicizzato al valore di un sottostante (azioni, indice, paniere). Il tasso di interesse nominale può essere anche misto, ovverossia dato dalla combinazione di una componente fissa e una variabile:

- la **durata**;

- le **modalità di pagamento degli interessi** (corresponsione di una cedola o zero coupon);

- la **modalità di rimborso**, che può essere ordinaria (rimborso in un'unica soluzione a scadenza o progressivo a determinate scadenze), oppure straordinaria (rimborso anticipato o riacquisto sul mercato);

- il **prezzo di rimborso**, che può essere fisso ovvero variabile.

In ogni caso, i criteri per la loro determinazione sono stabiliti al momento della sottoscrizione.

Di seguito si descrivono alcune categorie particolari di obbligazioni:

- ✓ **Obbligazioni sovranazionali:** sono obbligazioni emesse da istituzioni ed entità internazionali che non possono essere identificate con un unico paese. La Banca Mondiale (World Bank), la Inter American Development Bank (IADB) e la Banca Europea degli investimenti (BEI) sono i principali emittenti di obbligazioni sovranazionali;

- ✓ **Obbligazioni governative:** le obbligazioni governative sono titoli del debito pubblico, ossia i titoli di debito emessi da un governo per finanziare il fabbisogno statale. In Italia i più diffusi sono i titoli del debito pubblico italiano (BOT, CTZ, CCT, BTP, BTP Italia e BTPi).
- I **BOT** (Buoni Ordinari del Tesoro) sono titoli obbligazionari zero coupon a breve termine emessi dallo Stato Italiano. Sono emessi con scadenze uguali o inferiori all'anno e sono ammessi alla quotazione sui mercati regolamentati, segnatamente il mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT) per quantitativi limitati (lotti da 1.000 € o multipli) ed il mercato telematico a pronti dei titoli di Stato (MTS) per scambi non inferiori a 2,5 milioni di Euro;
- I **CTZ** (Certificati del Tesoro zero coupon) sono titoli emessi dallo Stato Italiano con durata all'emissione di 24 mesi a tasso fisso e privi di cedola;
- I **CCT** (Certificati di Credito del Tesoro) sono titoli emessi dallo Stato Italiano a tasso variabile con la durata di 7 anni. Gli interessi vengono corrisposti con cedole posticipate semestrali indicizzate al rendimento dei Buoni Ordinari del Tesoro o al tasso Euribor a 6 mesi (CCTeu);
- I **BTP** (Buoni Poliennali del Tesoro) sono titoli emessi dallo Stato Italiano a medio-lungo termine, con una cedola fissa pagata semestralmente. Esistono inoltre i BTP che forniscono all'investitore una protezione contro l'aumento dei prezzi: in questo caso sia il capitale rimborsato a scadenza, sia le cedole pagate semestralmente sono rivalutati sulla base dell'inflazione o dell'area Euro (BTPi) oppure di quella italiana (BTP Italia).

#### **Rischi specifici connessi alle obbligazioni sovranazionali e governative:**

I rischi associati a questa tipologia di strumenti sono: rischio di interesse; rischio di cambio; rischio di liquidità; rischio di insolvenza (in questo caso c.d. rischio sovrano) e rischio di spread di credito.

- **Rischio di interesse:** l'investitore deve tener presente che la misura effettiva degli interessi si adegua continuamente alle condizioni di mercato attraverso variazioni del prezzo dei titoli stessi. Il rendimento di un titolo di debito si avvicinerà a quello previsto al momento dell'acquisto solo nel caso in cui il titolo stesso venisse detenuto dall'investitore fino alla scadenza. Qualora l'investitore avesse necessità di smobilizzare l'investimento prima della scadenza del titolo, il rendimento effettivo potrebbe rivelarsi diverso da quello previsto dal titolo al momento del suo acquisto. In particolare, per i titoli che prevedono il pagamento di interessi in modo predefinito e non modificabile nel corso della durata del prestito (titoli a tasso fisso), più lunga è la vita residua maggiore è la variabilità del prezzo del titolo stesso rispetto a variazioni dei tassi d'interesse di mercato. Ad esempio, si consideri un titolo *zero coupon*, titolo a tasso fisso che prevede il pagamento degli interessi in un'unica soluzione alla fine del periodo, con vita residua 10 anni e rendimento del 10% all'anno; l'aumento di un punto percentuale dei tassi di mercato determina, per il titolo suddetto, una diminuzione di circa il 9% del prezzo. E' dunque importante per l'investitore verificare entro quali tempi potrà avere necessità di smobilizzare l'investimento. Ancora a titolo esemplificativo, un titolo a tasso fisso (quale un BTP) si apprezza – ovvero il suo prezzo aumenta - se, nel corso della vita del titolo, i tassi sul mercato tendono a scendere (in quanto offrirà un rendimento migliore di quelli di futura emissione), mentre si svaluta – ovvero il suo prezzo diminuisce – se i tassi sul mercato tendono a salire (in quanto i titoli di nuova emissione offriranno rendimenti più elevati). Un titolo a tasso variabile, invece, tende a risentire in misura minore dell'effetto di variazioni nei tassi di interesse rispetto ad un titolo a tasso fisso, in quanto l'ammontare degli interessi corrisposti (la cedola) si allinea periodicamente all'andamento dei tassi di interesse di mercato.
- **Rischio di cambio:** è il rischio che variazioni nel valore di una valuta provochino variazioni nel valore di mercato dell'investimento. Qualora un titolo di debito sia denominato in una divisa diversa da quella di riferimento per l'investitore, tipicamente l'Euro per l'investitore italiano, o sia agganciato a parametri di riferimento quotati in una valuta differente da quella di riferimento dell'investitore, al fine di valutare la rischiosità complessiva dell'investimento occorre tenere presente la variabilità (volatilità) del rapporto di cambio tra la divisa di riferimento (Euro) e la divisa estera in cui è denominato l'investimento. L'investitore deve considerare che i rapporti di cambio con le divise di molti paesi, in particolare di quelli in via di sviluppo, sono altamente variabili (volatili) e che comunque l'andamento dei tassi di cambio può condizionare il risultato complessivo dell'investimento. Ad esempio un investitore che detiene delle obbligazioni del Tesoro americano (denominate in Dollari USA) è esposto al rischio che tale valuta subisca un deprezzamento rispetto all'Euro.
- **Rischio di liquidità:** dipende dalle caratteristiche del mercato in cui il titolo è trattato. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli trattati su mercati organizzati sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati. Questo in quanto la domanda e l'offerta di titoli viene convogliata in gran parte su tali mercati e quindi i prezzi ivi rilevati sono più affidabili quali indicatori dell'effettivo valore degli strumenti finanziari. Occorre tuttavia considerare che lo smobilizzo di titoli trattati in mercati organizzati a cui sia difficile accedere, perché aventi sede in paesi lontani o per altri motivi, può comunque comportare per l'investitore difficoltà di liquidare i propri investimenti e la necessità di sostenere costi aggiuntivi.

- Rischio di insolvenza:** il rischio che lo Stato Sovrano emittente non sia in grado di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale prestato costituisce il rischio di credito connesso ad un titolo governativo. Chiaramente, il rischio di fallimento di uno Stato è remoto rispetto a quello di un'impresa privata, anche se tuttavia esistente. Al fine di valutare la rischiosità di uno strumento finanziario si deve tener presente il *rating*, ossia il giudizio assegnato da un'agenzia specializzata indipendente, solitamente espresso da un codice alfanumerico, riguardante in questo caso il merito di credito di uno Stato o di un'entità sovranazionale emittente titoli o di una particolare emissione di titoli. Il *rating* fornisce un'informazione sul grado di rischio degli emittenti, ossia sulla capacità di assolvere puntualmente ai propri impegni di pagamento. Le agenzie di *rating* assegnano un punteggio (il *rating*, appunto) sulla base di una graduatoria (o scala di valutazione). Il giudizio può differire in funzione dell'agenzia che ha condotto la valutazione. Il giudizio di *rating* è sottoposto a periodiche revisioni al fine di cogliere tempestivamente eventuali cambiamenti nella situazione finanziaria del paese sotto osservazione. Nel caso di miglioramento del giudizio si parla di *upgrade*, mentre nel caso di peggioramento di *downgrade*. Il *rating* è uno strumento utile per un investitore poiché gli consente di valutare il rischio di credito connesso all'investimento in un determinato strumento finanziario e, dunque, il rendimento atteso ad esso associato. Di norma, quanto maggiore è il *rating*, tanto minore è il rischio per l'investitore di non vedersi remunerato il proprio credito e quindi tanto minore è il tasso di interesse pagato dall'emittente. Di seguito si riporta una tabella con le scale di rating delle due principali agenzie specializzate (Standard & Poor's e Moody's).

Titoli Investment Grade		
Standard & Poor's	Moody's	Descrizione
AAA	Aaa	E' il rating più alto che indica che la capacità di rimborso dell'emittente è estremamente elevata
AA+	Aa1	
AA	Aa2	Obbligazione più suscettibile alle condizioni di mercato, la capacità di rimborso dell'emittente è comunque ben garantita
AA-	Aa3	
A+	A1	
A	A2	Affidabilità creditizia comunque buona ma a fronte di particolari condizioni di mercato l'emittente potrebbe avere qualche difficoltà in più a rimborsare
A-	A3	
BBB+	Baa1	
BBB	Baa2	Emittente in grado di provvedere al rimborso ma con potenziali problemi di solvibilità a fronte di condizioni economiche avverse
BBB-	Baa3	

Titoli Speculative Grade		
Standard & Poor's	Moody's	Descrizione
BB+	Ba1	Titoli con significative caratteristiche speculative. Sono titoli maggiormente esposti alle fluttuazioni del mercato. Emittente in grado di rimborsare a fronte di condizioni economiche stabili
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Particolare incertezza sul rimborso del capitale a scadenza: titoli molto speculativi
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa	Titoli molto rischiosi in quanto le caratteristiche patrimoniali dell'emittente non garantiscono nel medio/lungo periodo una sicura capacità di rimborso
CCC		
CCC-	Caa	Possibilità di fallimento del debitore: titoli molto rischiosi
CC	Ca	
C	C	Probabilità minima di rimborso a scadenza
D		Emittente in stato di fallimento

- Rischio di spread di credito:** a parità di tassi di interesse il prezzo di un titolo di Stato (sia a tasso fisso che variabile) è influenzato anche dal movimento del merito creditizio associato allo Stato emittente: gli operatori presenti sul mercato esprimono valutazioni sul merito di credito dell'emittente, quantificate attraverso l'attribuzione di un premio al rischio specifico (*credit spread*). Tali valutazioni si riflettono sulle quotazioni degli strumenti finanziari emessi dall'emittente: in linea generale ad un miglioramento del merito creditizio dello Stato emittente corrisponde una variazione positiva del prezzo del titolo di Stato. Considerato quanto sin qui rappresentato in relazione alle possibili cause di oscillazione del prezzo di un titolo di Stato, è dunque importante per l'investitore valutare preventivamente entro quali tempi potrà avere necessità di smobilizzare l'investimento. A titolo esemplificativo, si consideri un titolo di Stato italiano *zero coupon*, titolo a tasso fisso che prevede il pagamento degli interessi in un'unica soluzione alla fine del periodo, con vita residua 10 anni e rendimento del 10% all'anno: ad un invariato tasso di interesse del titolo di Stato decennale tedesco (Bund), un allargamento di 100 punti base dello *spread BTP-BUND* (differenziale di rendimento tra il titolo italiano e quello tedesco che evidenzia il diverso merito creditizio dei due Stati) che nell'esempio è causato dal peggioramento relativo del merito creditizio dello Stato italiano rispetto a quello tedesco, comporterà una riduzione sul prezzo del titolo di Stato italiano di circa il 9%.
- Obbligazioni corporate:** sono obbligazioni emesse da una società commerciale di diritto privato (non appartenente alla pubblica amministrazione). Ogni titolo rappresenta una frazione di uguale valore nominale e con uguali diritti di un'unica operazione di finanziamento. Il possessore dell'obbligazione diventa creditore della società emittente e ha diritto di ricevere il rimborso a scadenza dell'importo previsto dal regolamento del prestito più una remunerazione a titolo di interesse.

Si distinguono in:

**1) obbligazioni senior:** nel caso in cui l'emittente non sia in grado di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale, il portatore delle obbligazioni potrà essere soddisfatto con modalità analoga a quella prevista per gli altri creditori non garantiti e non privilegiati dell'emittente. Le obbligazioni senior si distinguono in:

- **obbligazioni ordinarie** (plain vanilla): sono obbligazioni che attribuiscono il diritto di percepire, secondo modalità prefissate, gli interessi e, a scadenza, il rimborso del capitale pari al valore nominale. Non presentano alcuna componente derivativa;

- **obbligazioni convertibili:** sono obbligazioni che possono essere convertite, a scelta dell'investitore e in periodi predeterminati, in azioni (dette "di compendio") della società che ha emesso le obbligazioni medesime o di una società terza. A seguito della conversione, l'investitore cessa di essere creditore del soggetto che ha emesso le obbligazioni, acquisendo i diritti patrimoniali e amministrativi spettanti agli azionisti della società emittente le azioni di compendio;

- **obbligazioni in valuta o "Euroobbligazioni":** sono le cosiddette obbligazioni internazionali emesse da operatori di rilievo primario, che così finanziano il proprio fabbisogno di valuta. Le euroobbligazioni sono obbligazioni emesse in valuta diversa rispetto a quelle dei paesi in cui gli stessi titoli sono collocati;

- **obbligazioni drop lock** (obbligazioni a tasso variabile convertibili in obbligazioni a tasso fisso): sono obbligazioni assistite da una particolare clausola di garanzia, che protegge il sottoscrittore da un eccessivo ribasso dei tassi di interesse. L'obbligazione *drop lock* nasce come una normale obbligazione a tasso variabile, ma fin dall'inizio viene stabilita una soglia minima del rendimento corrisposto (*trigger rate*) sotto il quale scatta la clausola di conversione automatica del prestito a tasso fisso, quest'ultimo generalmente di poco superiore al *trigger rate*.

**2) obbligazioni covered** (o garantite) sono obbligazioni bancarie, con un profilo di rischio contenuto, perché garantite da attività destinate, in caso di insolvenza dell'emittente, al prioritario soddisfacimento dei diritti degli obbligazionisti, ed una liquidità elevata.

#### **Rischi specifici connessi alle obbligazioni corporate:**

I rischi associati a queste tipologie di strumenti sono: il rischio di interesse, il rischio cambio, il rischio di liquidità, il rischio di insolvenza dell'emittente e il rischio di spread di credito, così come dettagliati in precedenza.

Le obbligazioni convertibili, oltre ai rischi menzionati, sono soggette anche al rischio di prezzo relativo all'azione di compendio e quindi a tutti i rischi connessi alla detenzione di strumenti di capitale.

Le obbligazioni a tasso variabile *drop-lock*, oltre ai rischi specifici delle obbligazioni ordinarie, in caso di attivazione della clausola (che trasforma l'obbligazione da tasso di interesse variabile a tasso fisso), subiscono il rischio di mancato adeguamento del rendimento in caso di rialzo dei tassi di mercato. L'investore che detiene un'obbligazione variabile *drop-lock*, in caso di discesa dei tassi di interesse oltre la soglia prestabilita, vedrà attivarsi la clausola che trasformerà in tasso fisso l'obbligazione. Di conseguenza, a seguito di un rialzo dei tassi di mercato, il rendimento dell'obbligazione non si adeguerà come in una normale obbligazione a tasso variabile, comportando una riduzione del prezzo dello strumento.

**3) obbligazioni subordinate**, sono titoli che in caso di liquidazione dell'emittente sono rimborsate solo dopo le altre obbligazioni non subordinate emesse dallo stesso. In ogni caso tali obbligazioni saranno rimborsate con precedenza rispetto alle azioni dell'emittente e agli altri strumenti di capitale caratterizzati da un grado di subordinazione maggiore.

In particolare, qualora l'emittente sia una società bancaria, le obbligazioni subordinate vengono classificate in 2 categorie a seconda del livello di subordinazione : Tier 1 e Tier 2.

Prima dell'entrata in vigore delle ultime regole sui requisiti minimi di capitale, le cosiddette Basilea 2 e Basilea 3, la distinzione era::

- obbligazioni subordinate "Lower TIER II"

- obbligazioni subordinate "TIER III"

- obbligazioni subordinate "Upper TIER II"

- obbligazioni subordinate "TIER I"

#### **Rischi specifici connessi alle obbligazioni subordinate:**

Le obbligazioni subordinate, oltre ai rischi delle obbligazione senior, subiscono il rischio associato al tipo di subordinazione.

In particolare le obbligazioni subordinate bancarie incorporano il rischio di applicazione delle misure di riduzione o conversione degli strumenti di capitale e/o *bail-in*. Tra le misure di risoluzione, il *bail-in* (letteralmente salvataggio interno) consiste nella riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in difficoltà. Il *bail-in* si applica seguendo una gerarchia la cui logica prevede che chi investe in strumenti finanziari più rischiosi sostenga prima degli altri le eventuali perdite. Solo dopo aver esaurito tutte le risorse della categoria più rischiosa si passa alla categoria successiva. Nel dettaglio, l'ordine di priorità in caso di ricorso al *bail-in* è il seguente: i) azioni; ii) altri titoli di capitale; iii) obbligazioni subordinate; iv) obbligazioni e altre passività ammissibili, ivi compresi i depositi sopra i 100.000 euro, di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle piccole e medie imprese; v) depositi di persone fisiche e di piccole e medie imprese per l'importo eccedente i 100.000 euro.

**4) obbligazioni strutturate:** sono obbligazioni scomponibili in un'obbligazione tradizionale, che attribuisce il diritto di percepire a scadenza il rimborso del capitale pari al valore nominale (e un eventuale rendimento minimo), e in uno strumento finanziario derivato che consente al sottoscrittore di percepire un rendimento aleatorio legato all'andamento di una o più attività sottostanti (come azioni, indici azionari, merci, valute). Sono considerate strutturate le obbligazioni il cui rimborso e/o la cui remunerazione viene indicizzata all'andamento dei prezzi di una delle seguenti attività finanziarie:

I) azioni o panieri di azioni quotate in Borsa in Italia o in un altro stato (*basket linked*);

II) indici azionari o panieri di indici azionari (*equity linked*);

III) valute (*forex linked*);

IV) quote o azioni di OICR (fondi comuni e SICAV);

V) merci per le quali esiste un mercato di riferimento caratterizzato dalla disponibilità di informazioni continue e aggiornate sui prezzi delle attività negoziate.

Le obbligazioni strutturate hanno come caratteristica comune modalità particolari di calcolo della cedola o del valore di rimborso, a volte particolarmente complesse. Alla categoria delle strutturate appartengono varie tipologie di obbligazioni. Alcune di queste mantengono la caratteristica tipica dell'obbligazione, e cioè la restituzione del capitale investito, presentando elementi di varia complessità per la determinazione degli interessi. Esempi di questo tipo sono le obbligazioni il cui rendimento, in quanto collegato ad eventi non conosciuti al momento dell'emissione, è incerto (ad esempio le obbligazioni *reverse floater* e quelle *linked*), ovvero quelle con cedole inizialmente determinate ma non costanti nel tempo (ad esempio, le cosiddette *step down* e *step up*). Altre obbligazioni strutturate, invece, presentano notevoli differenze rispetto al concetto tradizionale di obbligazione, poiché non garantiscono la integrale restituzione del capitale. Costituisce, questa, una caratteristica di assoluto rilievo per il risparmiatore, in quanto muta radicalmente il profilo di rischio dell'investimento. Appartengono a questo tipo le *reverse*.

Le obbligazioni strutturate possono essere ammesse alla quotazione ufficiale di borsa. In questo caso gli emittenti sono tenuti a pubblicare il prospetto di quotazione dove sono descritte, anche attraverso opportune esemplificazioni, le caratteristiche del prodotto, il potenziale rendimento a fronte di possibili scenari futuri ipotizzati e i particolari aspetti di rischio alle stesse connesse.

Occorre però sottolineare che non tutte le obbligazioni strutturate sono quotate su mercati regolamentati e, qualora lo siano, i livelli di liquidità osservati sono generalmente inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni non strutturate.

Questa circostanza può creare difficoltà nel caso in cui il sottoscrittore volesse vendere anticipatamente il proprio titolo, in quanto i prezzi potrebbero non riflettere il valore reale, anche perché il risparmiatore potrebbe trovarsi nelle condizioni di dover vendere l'obbligazione allo stesso emittente in posizione di unico compratore presente sul mercato.

Di seguito si riporta la descrizione delle principali tipologie di obbligazioni strutturate presenti oggi sul mercato italiano. Tutte le obbligazioni illustrate si caratterizzano per la presenza di elementi di varia complessità in relazione alla determinazione della cedola dovuta al sottoscrittore. Va pertanto posta una particolare attenzione alla struttura cedolare dell'obbligazione proposta.

**A) Obbligazioni reverse convertible:** sono strumenti finanziari che promettono al sottoscrittore una cedola particolarmente elevata. Comportano però il rischio per l'investitore di ricevere alla scadenza, in luogo del capitale inizialmente versato, un numero di azioni il cui controvalore è inferiore all'investimento originario.

La reverse convertible è un prodotto finanziario strutturato in quanto presenta due componenti: una di tipo obbligazionario (nominale più cedola) e l'altra derivativa (*opzione put*).

Una *reverse convertible*, dunque, è un titolo collegato ad un altro titolo, generalmente un'azione quotata, che dà diritto ad incassare una cedola di valore notevolmente superiore ai rendimenti di mercato. L'elevato rendimento, però, deve essere valutato in rapporto al fatto che l'emittente della reverse, con l'acquisto dell'opzione put, alla scadenza ha la facoltà di consegnare, in luogo del controvalore del titolo (e cioè di quanto ricevuto dall'investitore), un quantitativo di azioni prestabilito dal contratto (nel caso di reverse del tipo *physical delivery*) ovvero il loro equivalente in denaro (tipo cash).

Ovviamente, l'emittente avrà interesse ad esercitare la facoltà solo nel caso che il valore dell'azione scenda sotto un livello predeterminato. Pertanto chi acquista una reverse convertible confida che il valore dell'azione sottostante rimanga immutato o, anche, che aumenti.

In conclusione, le *reverse convertible* non possono essere assimilate al tradizionale investimento obbligazionario; a differenza delle obbligazioni, infatti, non garantiscono la restituzione del capitale investito che può ridursi in funzione dell'andamento negativo dell'azione sottostante. In linea teorica, il capitale investito può anche azzerarsi (ferma restando la percezione della cedola), nel caso limite in cui il valore dell'azione sottostante si annulli alla scadenza (o ad altra data prevista nel regolamento di emissione).

Per un investitore che detiene in portafoglio obbligazioni *reverse convertible* collegate all'azione X, a scadenza si prospettano due scenari diversi: se il prezzo dell'azione X supera il valore predeterminato in fase di collocamento, allora il possessore incasserà la cedola ed il capitale inizialmente investito; in caso contrario, l'investitore incasserà la cedola e la prefissata quantità di azioni della società X, il cui controvalore potrebbe risultare inferiore rispetto al capitale investito.

**B) Obbligazioni linked:** sono obbligazioni il cui rendimento è collegato all'andamento di determinati prodotti finanziari o reali, quali azioni o panieri di azioni (*equity linked*), indici (*index linked*), tassi di cambio (*forex linked*), merci (*commodities linked*), fondi comuni di investimento (*funds linked*) o altro. Il tasso di interesse corrisposto è generalmente inferiore a quello di mercato, mentre alla scadenza viene garantito il rimborso alla pari del prestito. Il risparmiatore ha però

il vantaggio di poter ottenere alla scadenza un premio commisurato all'andamento del prodotto finanziario sottostante. Per esempio, sottoscrivendo una obbligazione index linked, il risparmiatore di fatto compra sia una obbligazione che una opzione call sull'indice sottostante. In realtà tale opzione non è gratuita, e l'emittente ne recupera il costo corrispondendo un tasso di interesse inferiore a quello di mercato. L'investitore sopporta il rischio tipico dell'acquirente di un'opzione: con il passare del tempo l'opzione perde valore e solo se l'andamento del titolo sottostante supera il prezzo di esercizio fissato al momento dell'emissione percepirà un qualche flusso cedolare. Una versione più semplice di obbligazione di tipo linked, prevede la corresponsione del solo premio a scadenza, senza il pagamento di cedole di interesse. In questo caso il premio incorpora anche il flusso di cedole non corrisposte nel corso della vita del prestito.

**C) Obbligazioni “step up” e “step down”:** in generale, tale tipo di obbligazione è caratterizzata da una struttura cedolare predeterminata (quindi non soggetta ad alcuna incertezza) ma comunque variabile nel tempo. Tali emissioni, pertanto, sono molto simili ai titoli a tasso fisso, sebbene con la particolarità di corrispondere un flusso cedolare a livelli variabili. In particolare, le “step down” sono obbligazioni con cedole decrescenti nel tempo: le prime cedole sono elevate, mentre le successive sono via via decrescenti. Nelle “step up” si ha una struttura inversa, dove le cedole finali sono elevate, mentre le iniziali sono più basse.

**D) Obbligazioni callable:** si tratta di obbligazioni a tasso fisso munite di una clausola che attribuisce all'emittente la facoltà di rimborsare anticipatamente il prestito. Ovviamente l'emittente avrà interesse a rimborsare il prestito quando il tasso di mercato risulterà inferiore a quello fisso. Questo prodotto consente all'emittente una più facile gestione del rischio connesso ad una evoluzione a lui sfavorevole dei tassi di interesse. L'opzione che l'emittente si riserva deve evidentemente avere un valore per l'investitore che pertanto dovrebbe ricevere un tasso superiore a quelli correnti di mercato.

**E) Obbligazioni cum Warrant:** sono obbligazioni ordinarie corredate da un buono, il warrant appunto, che consente all'acquirente di sottoscrivere, ad un prezzo predefinito, obbligazioni o azioni della società emittente l'obbligazione medesima o di un'altra società ad essa collegata. Occorre notare che il warrant ha una vita autonoma rispetto all'obbligazione principale e di conseguenza questo comporta l'esposizione ai rischi specifici degli strumenti derivati.

#### **Rischi specifici connessi alle obbligazioni strutturate:**

Le obbligazioni strutturate, oltre ai rischi delle obbligazioni tradizionali, subiscono il tipo di rischio associato al derivato incorporato nell'obbligazione (cfr. rischi connessi agli strumenti finanziari derivati). Inoltre sono soggette ai seguenti rischi specifici:

- **Rischio di Volatilità:** è il rischio connesso al fatto che il prezzo delle obbligazioni sia condizionato o influenzato dalla frequenza e dall'ampiezza dei movimenti relativi al prezzo degli strumenti finanziari sottostanti.
- **Rischio di Correlazione:** è il rischio connesso al fatto che il prezzo delle obbligazioni sia condizionato dalla relazione che intercorre tra gli andamenti degli strumenti finanziari sottostanti. In particolare maggiore è la correlazione, maggiore è la possibilità che l'andamento di uno strumento finanziario sottostante influisca in modo analogo sull'andamento degli altri strumenti.

### **3.2.3 Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)**

Per Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio si intendono i fondi comuni di investimento e le società di investimento a capitale variabile (SICAV). Gli OICR possono essere armonizzati o non armonizzati. Per OICR armonizzati si intendono quei fondi comuni o SICAV conformi alla direttiva comunitaria n. 85/611/CEE e successive modifiche. Con tale disciplina comunitaria si è inteso prevedere una serie di requisiti minimi relativi alle procedure di autorizzazione, al controllo, alla struttura, alle attività e alle informazioni ai quali un OICR deve uniformarsi. Il rispetto di tali requisiti minimi di armonizzazione consente a chi gestisce il patrimonio, sia esso un fondo comune o una SICAV, di offrire in un altro paese membro dell'Unione europea e in regime di libera commercializzazione rispettivamente le quote di fondi comuni o, nel caso di una SICAV, le proprie azioni. Per fondi non armonizzati si intende, invece, una particolare categoria di fondi comuni di investimento definiti dal provvedimento di Banca d'Italia del 20 settembre 1999, la cui disciplina è confluita nel provvedimento di Banca d'Italia del 14 aprile 2005. Questi fondi sono caratterizzati da una maggiore libertà d'investimento del patrimonio raccolto rispetto ai fondi armonizzati. A essi, infatti, non vengono applicati i vincoli e le limitazioni previste dalla legge comunitaria per i fondi armonizzati. Tra i fondi non armonizzati, per la loro natura di fondi altamente speculativi, dove il gestore ha solitamente massima libertà nella gestione del portafoglio, si trovano gli *hedge funds*.

#### **L'effetto della diversificazione degli investimenti nell'ambito degli organismi di investimento collettivo.**

Il rischio specifico di un particolare strumento finanziario può essere eliminato attraverso la diversificazione, cioè suddividendo l'investimento tra più strumenti finanziari. La diversificazione può tuttavia risultare costosa e difficile da attuare per un investitore con un patrimonio limitato. L'investitore può raggiungere un elevato grado di diversificazione a costi contenuti investendo il proprio patrimonio in quote o azioni di OICR. Questi organismi investono le disponibilità versate dai risparmiatori tra le diverse tipologie di titoli previsti dai programmi di investimento, rispettando i regolamenti degli organismi stessi. Occorre sottolineare che gli investimenti in queste tipologie di strumenti finanziari possono comunque risultare rischiosi a causa delle caratteristiche dei settori in cui prevedono d'investire (ad esempio, fondi che investono solo in titoli emessi da società operanti in un particolare segmento di mercato o titoli emessi da società aventi sede

in determinati Stati) oppure a causa di un'insufficiente diversificazione degli investimenti.

✓ **Fondi Comuni di Investimento:** Per fondo comune d'investimento si intende il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte da una Società di Gestione del Risparmio (SGR). L'attività di gestione di svolge mediante operazioni di acquisto, di vendita, e ogni altro atto di amministrazione che sia ritenuto opportuno o utile per incrementare il valore del fondo, purché non sia precluso dalle norme di legge, dalle disposizioni emanate dagli organi di vigilanza o dal regolamento del fondo stesso. Il patrimonio gestito è autonomo e separato da quello della SGR stessa. Tale separazione patrimoniale ha prevalentemente la funzione di garanzia e consente al fondo di non poter essere intaccato da eventuali creditori della SGR in caso di fallimento della stessa. La partecipazione a un fondo comune di investimento può avvenire mediante la sottoscrizione delle quote del fondo. Tali quote hanno tutte uguale valore e sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore che incorporano uguali diritti. Con la sottoscrizione di una quota il partecipante acquisisce il diritto su una parte del patrimonio, proporzionale al proprio apporto in denaro. In tal modo egli si assume anche il rischio derivante dagli investimenti effettuati dal gestore. Il valore di una singola quota, che solitamente viene calcolato giornalmente, è dato dal rapporto tra il valore dell'intero patrimonio diviso per il numero di quote in circolazione (maggiorato dalle commissioni previste). I fondi comuni possono essere aperti o chiusi. Per fondi aperti si intendono quelli i cui partecipanti hanno diritto di chiedere in qualsiasi momento il rimborso delle quote o integrare l'investimento, secondo le modalità previste dal regolamento degli stessi. I fondi chiusi sono quelli in cui il sottoscrittore può aderire, chiedere un rimborso delle quote o effettuare un'integrazione all'investimento, solo in date prestabilite. Resta però aperta la possibilità di scambiare le quote su un mercato regolamentato. Tra le varie tipologie di fondi comuni d'investimento vi sono quelli di tipo immobiliare, che investono prevalentemente in beni immobili e in partecipazioni a società immobiliari (fondi che sono sempre chiusi), e quelli di tipo mobiliare, che investono in strumenti del mercato mobiliare (titoli di capitale, di debito, derivati, ecc.) e possono essere sia aperti che chiusi. Alla tipologia dei fondi mobiliari appartengono ad esempio le seguenti categorie di fondi: azionari, bilanciati, obbligazionari, monetari, settoriali, *total return*, flessibili. Ogni fondo si caratterizza per avere una composizione del portafoglio definita in classi, solitamente ciascuna con una particolarità, ad esempio a distribuzione o accumulazione dei proventi, con copertura sul cambio o a cambio aperto.

✓ **Società d'investimento a capitale variabile:** Le società d'investimento a capitale variabile raccolgono capitali tra i risparmiatori e li investono nei mercati finanziari. Si differenziano dai fondi comuni d'investimento per il fatto che l'investitore non acquista quote di partecipazione, ma azioni della società. Con l'investimento in SICAV, infatti, si diviene azionista con la possibilità di esercitare il diritto di voto. Il capitale sociale delle SICAV risulta variabile in quanto può aumentare, al momento della sottoscrizione di nuove azioni da parte di qualche investitore, o diminuire, se viene richiesto il rimborso di alcune partecipazioni azionarie. Il portafoglio di una SICAV, come quello di un fondo, spesso è suddiviso in classi e una volta aderito a una classe si ha la possibilità di trasferire il proprio investimento convertendo le azioni di una classe con quelle di un'altra.

✓ **Exchange Traded Funds:** Gli Exchange Traded Funds (sigla ETF, letteralmente "fondi indicizzati quotati") sono una particolare tipologia di fondo d'investimento che si caratterizza per una gestione passiva del portafoglio. Gli ETF replicano infatti passivamente la composizione di un determinato indice di borsa (ad esempio un indice azionario, obbligazionario, settoriale, geografico) e di conseguenza anche il rendimento di tale indice. La seconda caratteristica degli ETF è che i certificati rappresentativi delle quote sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Un ETF permette quindi di avere la diversificazione solita di un fondo comune d'investimento e la flessibilità e trasparenza informativa tipica della negoziazione in tempo reale delle azioni. Sul mercato è possibile trovare ETF detti "strutturati", che permettono di partecipare in modo più che proporzionale all'andamento dell'indice.

✓ **Exchange Traded Commodities e Exchange Traded Notes:** Gli ETC e gli ETN non sono OICR in senso stretto, ma sono per caratteristiche molto simili agli ETF. Entrambi questi strumenti perseguono infatti una strategia di gestione passiva, e come per gli ETF, è possibile negoziarli sul mercato come se fossero delle azioni. Nel dettaglio gli ETC permettono l'investimento su una singola materia prima, opportunità non concessa agli ETF che devono mantenere una certa diversificazione. Gli ETN consentono all'investitore di scommettere sull'andamento di un sottostante qualsiasi, purché non sia una materia prima (solitamente valute). L'emittente ha la possibilità di investire direttamente sul sottostante o su contratti derivati legati ad esso.

#### **Rischi specifici connessi agli OICR, agli ETF, agli ETC e ETN**

I rischi associati a questa tipologia di strumenti sono: rischio di mercato; rischio di cambio; rischio di liquidità; rischio di credito e rischio derivato dall'utilizzo della leva finanziaria.

• **Rischio di mercato:** l'esposizione ai principali fattori di rischio dipende dalle caratteristiche della politica di investimento propria dell'OICR. In particolare:

- nel caso di fondi specializzati, siano essi azionari, obbligazionari, bilanciati o flessibili, le variazioni di valore delle quote del fondo dipenderanno sostanzialmente dai fattori di rischio che influenzano il prezzo dei titoli compresi nell'*asset allocation* specifica del fondo;
- nel caso di fondi garantiti/protetti, l'adozione di specifiche tecniche di gestione finalizzate a garantire/proteggere la restituzione del capitale e/o di un livello minimo di rendimento a specifiche date future determina la riduzione del rischio che il valore di smobilizzo dell'investimento possa risultare inferiore al valore garantito/protetto sempre che il

disinvestimento avvenga nelle fasce temporali entro cui vale la garanzia/protezione riconosciuta all'investitore.

Si evidenzia come, a differenza di investimenti diretti in specifici strumenti finanziari (ad es. titoli di Stato, titoli obbligazionari e/o azioni) gli OICR consentono, attraverso la diversificazione di portafoglio, la sostanziale riduzione del rischio specifico, come precedentemente definito. Il possessore di una quota di un fondo che investe su titoli azionari europei sarà comunque esposto al rischio che il mercato europeo possa avere risultati negativi. E' inoltre necessario evidenziare come il possessore di una quota di un fondo o di un'azione di una SICAV che investe in uno specifico settore di investimento (ad es. l'energia rinnovabile) sarà comunque fortemente esposto a una forte variabilità (volatilità) e quindi alla possibilità di perdite importanti.

Per quanto riguarda ETF, ETC ed ETN le variazioni di valore delle quote dipenderanno sostanzialmente dai fattori di rischio che influenzano le quotazioni del sottostante, che sia un indice, una commodity o altro.

- **Rischio di cambio:** è il rischio che variazioni nel valore di una valuta provochino variazioni nel valore di mercato dell'investimento. Qualora nel portafoglio del fondo o della SICAV vi sia una percentuale maggiore di strumenti denominati in una divisa diversa da quella di riferimento per l'investitore, tipicamente l'Euro per l'investitore italiano, al fine di valutare la rischiosità complessiva dell'investimento occorre tenere presente la variabilità (volatilità) del rapporto di cambio tra la divisa di riferimento (Euro) e la divisa estera in cui è denominato lo strumento specifico. L'investitore deve considerare che i rapporti di cambio con le divise di molti paesi, in particolare di quelli in via di sviluppo, sono altamente variabili e che comunque l'andamento dei tassi di cambio può condizionare il risultato complessivo dell'investimento. Nel mondo degli OICR per ridurre il rischio di cambio, talvolta esistono delle classi dove il rischio cambio viene neutralizzato per l'investitore (classi dette "*hedged*") ovviamente a fronte di un costo per tale copertura. L'investitore italiano che intenda investire nel mercato azionario americano, potrà investire in un fondo che abbia come *benchmark* (punto di riferimento) un indice americano. Lo stesso investitore sarà esposto alla variabilità derivante dal possibile apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro americano, che ridurrebbe il valore dell'investimento.

- **Rischio di liquidità:** si precisa che, in generale, per gli OICR aperti la facoltà riconosciuta all'investitore di uscire dall'investimento in qualsiasi momento rende pressoché trascurabile il rischio di liquidità, possono incidere però eventuali penalità in caso di disinvestimento. Al contrario, per i fondi chiusi (quelli immobiliari ad esempio, ma anche per ETF, ETC e ETN), data la loro natura di strumenti quotati, il rischio di liquidità è legato alla difficoltà o impossibilità di liquidare il proprio investimento senza perdita di valore rispetto al loro prezzo equo. Esso dipende principalmente dalle caratteristiche del mercato in cui il titolo è scambiato. In generale a parità di altre condizioni, i titoli trattati su mercati regolamentati sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati.

- **Rischio di credito:** I fondi hanno un patrimonio separato rispetto a quello delle società di gestione. Pertanto, le quote degli OICR non sono esposte al rischio d'insolvenza delle società emittenti il fondo. Considerando il rischio di credito in senso più ampio, invece, il fondo rimane esposto al rischio di insolvenza delle società emittenti le singole attività finanziarie comprese nell'asset allocation del fondo stesso. Tuttavia, è opportuno precisare come la diversificazione garantita dal fondo, svolga un effetto mitigatore sulla complessiva esposizione al rischio di credito in quanto l'impatto di una eventuale insolvenza di una società emittente titoli compresi nel portafoglio sarà limitato e proporzionale al peso ricoperto da tali titoli nell'asset allocation complessiva del fondo. Tale discorso non è valido per ETC e ETN, dove l'investitore è soggetto al rischio di insolvenza della società emittente.

- **Rischio derivato dall'utilizzo della leva finanziaria:** è il rischio derivante dal meccanismo che consente all'investitore di moltiplicare la performance del sottostante investito. L'investimento in un prodotto con leva come ad esempio un ETF a leva 3, consente di impiegare un ammontare di capitale inferiore rispetto a quello necessario per un investimento diretto nel sottostante. Tale meccanismo non amplifica solo i guadagni, ma anche le eventuali perdite. In caso di rialzo di mercato infatti, il possessore di un ETF *long* a leva 3 vedrà amplificati i propri guadagni. Nello scenario avverso, al contrario, egli vedrà amplificata la perdita rispetto a quella che sarebbe stata nel semplice investimento nel sottostante. Ad esempio un investitore che acquisti un ETF a leva 3 su un indice azionario, in caso di ribasso istantaneo di tale mercato del 10%, vedrà il prezzo dello strumento perdere circa il 30%. Di conseguenza al fine di recuperare il capitale inizialmente investito, occorrerà un recupero dell'indice azionario superiore al 10%.

### 3.2.4 Gli strumenti finanziari derivati

Il termine "derivati" indica la caratteristica principale di questi prodotti: il loro valore deriva, infatti, dall'andamento del valore di un'attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. L'attività, cioè l'evento, che può essere di qualsiasi natura o genere, costituisce il "sottostante" del prodotto derivato. La relazione, determinabile attraverso funzioni matematiche, che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato, detto anche "*pay-off*".

Gli strumenti finanziari derivati sono utilizzati principalmente per tre finalità: ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di copertura); assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità speculativa); conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di arbitraggio).



Gli strumenti “derivati” si possono distinguere tra quelli negoziati su mercati non regolamentati, cd. “*over the counter*” (*forward, swap e Contract for difference*), e quelli negoziati sui mercati regolamentati. All’interno di quest’ultimo gruppo, si è soliti classificare tra:

- Derivati basati su contratti: tipicamente *futures* e *opzioni*.
- Strumenti finanziari derivati rappresentati da valori mobiliari: *Warrant, Covered Warrant e Certificates*.

✓ **Forward:** Il *forward* è un contratto a termine che si caratterizza per il fatto di essere stipulato fuori dai mercati regolamentati.

Un contratto a termine è un accordo tra due soggetti per la consegna di una determinata quantità di un certo sottostante a un prezzo (prezzo di consegna) e a una data (data di scadenza o *maturity date*) prefissati. Il sottostante può essere di vario tipo: attività finanziarie, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, etc.; oppure merci, come petrolio, oro, grano, etc...

L'acquirente del contratto a termine (vale a dire colui che si impegna alla scadenza a corrispondere il prezzo di consegna per ricevere il sottostante) apre una posizione lunga (*long position*), mentre il venditore (vale a dire colui che si impegna alla scadenza a consegnare il sottostante per ricevere il prezzo di consegna) apre una posizione corta (*short position*). I contratti a termine sono generalmente strutturati in modo che, al momento della loro conclusione, le due prestazioni siano equivalenti. Ciò è ottenuto ponendo il prezzo di consegna, cioè quello del contratto, pari al prezzo a termine. Quest'ultimo è uguale al prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo a pronti o, anche, prezzo spot maggiorato del valore finanziario del tempo intercorrente tra la data di stipula e la data di scadenza).

Va da sé che, se inizialmente il prezzo a termine coincide con il prezzo di consegna, successivamente, durante la vita del contratto, si modificherà in ragione, essenzialmente, dei movimenti del prezzo corrente che il sottostante via via assume. Le variazioni del valore del sottostante determinano il profilo di rischio/rendimento di un contratto a termine, che può essere così riassunto:

- per l'acquirente del contratto, cioè colui che deve comprare un certo bene a una certa data e a un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dal deprezzamento del bene. In questo caso, infatti, egli sarebbe comunque costretto a pagare il prezzo già fissato nel contratto per un bene il cui valore di mercato è minore del prezzo da pagare: se l'acquirente non fosse vincolato dal contratto, potrebbe più vantaggiosamente acquistare il bene sul mercato a un prezzo minore. Per la ragione opposta, in caso di apprezzamento del sottostante, egli maturerà un guadagno, in quanto acquisterà a un certo prezzo ciò che vale di più.

- per il venditore del contratto, cioè colui che deve vendere un certo bene a una certa data e a un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dall'apprezzamento del bene. L'impegno contrattuale, infatti, lo costringe a vendere il bene a un prezzo inferiore a quello che realizzerebbe sul mercato.

Conseguirà invece un guadagno in caso di deprezzamento del sottostante, in quanto, grazie al contratto stipulato, venderà il bene a un prezzo superiore a quello di mercato.

Nei contratti *forward* il prezzo di consegna è detto *forward price*. Per comprendere il funzionamento di questo strumento è utile analizzare i flussi di cassa che ne derivano, in altre parole i pagamenti che sono scambiati fra le due parti durante tutta la vita del contratto.

Nel contratto *forward* gli unici flussi di cassa si manifestano alla scadenza, quando l'acquirente riceve il bene sottostante in cambio del prezzo concordato nel contratto (*physical delivery*). In sostanza le due parti si scambiano la differenza fra il prezzo di mercato dell'attività alla scadenza e il prezzo di consegna indicato nel contratto che, se positiva, sarà dovuta dal venditore all'acquirente e viceversa se negativa (*cash settlement*). Non sono previsti, invece, flussi di cassa intermedi durante la vita del contratto, sebbene in questo periodo il prezzo a termine del bene sottostante sia soggetto a modifiche in funzione, essenzialmente, dell'andamento del relativo prezzo corrente di mercato. Di norma, non sono previsti flussi di cassa neanche alla data di stipula, considerato che, come tutti i contratti a termine, sono generalmente strutturati in modo da rendere equivalenti le due prestazioni.

✓ **Swap:** la traduzione letterale di *swap*, cioè scambio, identifica la sostanza del contratto: due parti si accordano per scambiare tra di loro flussi di pagamenti (anche detti flussi di cassa) a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti e il loro ammontare è determinato in relazione ad un sottostante. Gli *swap* sono contratti OTC (*over-the-counter*) e, quindi, non negoziati su mercati regolamentati. Il sottostante può essere di vario tipo e influenza notevolmente le caratteristiche del contratto che può assumere, nella prassi, svariate forme. I contratti *swap* sono generalmente costituiti in modo tale che, al momento della stipula, le prestazioni previste sono equivalenti. In altri termini, è reso nullo il valore iniziale del contratto, così da non generare alcun flusso di cassa iniziale per compensare la parte gravata dalla prestazione di maggior valore. Se al momento della stipula le due prestazioni sono equivalenti, non è detto che lo rimangano per tutta la vita del contratto. Anzi, è proprio la variazione del valore delle prestazioni che genera il profilo di rischio/rendimento: la parte che è tenuta a una prestazione il cui valore si è deprezzato rispetto al valore iniziale (e, quindi, rispetto alla controprestazione) maturerà un guadagno e viceversa.

La caratteristica essenziale delle operazioni di *swap*, cioè quella di scambiare dei flussi di cassa, connessi ad un'attività sottostante, con altri flussi di cassa di diverso tipo, determina la creazione di nuove opportunità finanziarie altrimenti

non conseguibili. Queste opportunità possono essere sfruttate in funzione di molteplici esigenze, che possono essere di copertura, di speculazione o di arbitraggio, a seconda delle finalità che l'operatore si pone.

✓ **Contract for difference (CFD – Contratti per differenza):** Il CFD prevede il pagamento del differenziale di prezzo rilevato, su un sottostante predeterminato, tra il momento dell'apertura e quello della chiusura del contratto stesso. L'esecuzione del contratto si realizza con la consegna del differenziale in denaro (cash settlement). Il sottostante di un CFD può essere costituito, ad esempio, da un indice, da una azione, da un cambio tra valute o da commodities (c.d. CFD forex, CFD su commodities). Il CFD è caratterizzato da un forte effetto leva, poiché per la stipula dello strumento è richiesto solo il versamento di una quota minima del suo controvalore (cd. Margine di garanzia) mentre il differenziale è commisurato all'intero controvalore. Questo strumento derivato, pertanto, presenta elevata rischiosità: è possibile che, in caso di variazioni sfavorevoli del prezzo del sottostante, le perdite subite eccedano il Margine di garanzia.

✓ **Futures:** i *futures* sono contratti a termine. Si differenziano dai *forward* per essere standardizzati e negoziati sui mercati regolamentati. Il loro prezzo, che risulta dalle negoziazioni, come tutti i titoli quotati, è anche detto *future price*. Il *future price* corrisponde al prezzo di consegna dei contratti *forward* ma, essendo quotato, non è propriamente contrattato fra le parti in quanto, come tutti i titoli quotati, è il risultato dell'incontro delle proposte di acquisto immesse da chi vuole acquistare con le proposte di vendita immesse da chi intende vendere. In relazione all'attività sottostante il contratto *future* assume diverse denominazioni: *commodity future*, se è una merce, e *financial future* se è un'attività finanziaria. Ulteriore elemento distintivo rispetto ai *forward*, connesso alla loro negoziazione in mercati regolamentati, è la presenza di una controparte unica per tutte le transazioni, la *clearing house*, che per il mercato italiano è la Cassa di compensazione e garanzia. Suo compito è di assicurare il buon fine delle operazioni e la liquidazione (intesa come calcolo) e corresponsione giornaliera dei profitti e delle perdite conseguiti dalle parti. La *clearing house* s'interpone in tutte le transazioni concluse sul mercato dei *futures*: quando due soggetti compravendono un contratto, ne danno immediata comunicazione alla *clearing house* che compra il *future* dalla parte che ha venduto e a venderlo alla parte che ha comprato. In tal modo, in caso d'inadempimento di una delle due parti, la *clearing house* si sostituisce nei suoi obblighi, garantendo il buon esito della transazione, salvo poi rivalersi sul soggetto inadempiente.

✓ **Opzioni:** le *opzioni* sono contratti derivati negoziati su mercati regolamentati. Un'opzione è un contratto che attribuisce il diritto, ma non l'obbligo, di comprare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) una data quantità di un bene (sottostante) a un prezzo prefissato (*strike price* o prezzo di esercizio) entro una certa data (scadenza o maturità), nel qual caso si parla di opzione americana, o al raggiungimento della stessa, nel qual caso si parla di opzione europea. Il bene sottostante al contratto di opzione può essere:

- un'attività finanziaria, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;
- una merce, come petrolio, oro, grano, etc...

In ogni caso il sottostante deve essere scambiato su un mercato con quotazioni ufficiali o pubblicamente riconosciute ovvero, nel caso di evento, oggettivamente riscontrabile. Le due parti del contratto di opzione sono chiamate compratore (c.d. *holder*) e venditore (c.d. *writer*) dell'opzione. Il compratore, dietro pagamento di una somma di denaro, detta premio, acquista il diritto di vendere o comprare l'attività sottostante. Il venditore percepisce il premio e, in cambio, è obbligato alla vendita o all'acquisto del bene sottostante su richiesta del compratore. Secondo la terminologia usata dagli operatori, il compratore apre una posizione lunga (*long position*), mentre il venditore apre una posizione corta (*short position*).

Nel momento in cui il compratore dell'opzione esercita il diritto, cioè decide di acquistare (*call*) o vendere (*put*), si verificano i seguenti scenari:

- nel caso di opzione *call*, il compratore dell'opzione *call* riceverà dal venditore la differenza fra il prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo *spot*) e prezzo di esercizio;
- nel caso di *put*, il compratore dell'opzione *put* riceverà dal venditore la differenza tra prezzo di esercizio e prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo *spot*).

La differenza fra prezzo *spot* e prezzo di esercizio, nel caso della *call*, e prezzo di esercizio e prezzo *spot*, nel caso della *put*, è comunemente detta valore intrinseco. Il valore intrinseco non può assumere valori negativi in quanto il portatore ha il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere; pertanto, nel caso in cui il prezzo corrente del sottostante al momento dell'esercizio fosse inferiore al prezzo di esercizio della *call* (o viceversa per la *put*), eviterà semplicemente di esercitare il diritto, con una perdita limitata alle somme pagate per il premio.

Il valore intrinseco distingue le opzioni in:

- *at-the-money* quando il suo prezzo di esercizio è esattamente pari al prezzo corrente (il valore intrinseco è quindi nullo);
- *in-the-money* quando l'acquirente percepisce un profitto dall'esercizio (valore intrinseco positivo, cosiddetto *pay-off* positivo): pertanto, una *call* è *in-the-money* quando lo *strike* è inferiore allo *spot*, mentre, al contrario, una *put* è *in-the-money* quando lo *strike* è superiore allo *spot* (quando questa differenza è molto ampia si parla di opzioni *deep in-the-money*);
- *out-of-the-money* quando all'esercizio del diritto non corrisponderebbe alcun *pay-off* positivo per l'acquirente (il valore intrinseco avrebbe valore negativo il che, peraltro, come già detto, non si verifica in quanto l'acquirente dell'opzione rinuncia all'esercizio): pertanto, una *call* è *out-of-the-money* quando lo *strike* è superiore allo *spot*, mentre una *put* è *out-of-the-money* quando lo *strike* è inferiore allo *spot*. Nel caso in cui la differenza sia molto ampia si parla di opzione *deep*

*out-of-the-money*.

L'esecuzione del contratto, per le opzioni *in-the-money*, può realizzarsi: con l'effettiva consegna del bene sottostante, e allora si parla di consegna fisica o *physical delivery*; oppure con la consegna del differenziale in denaro tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio (*cash settlement*).

Le operazioni in opzioni comportano un elevato livello di rischio. L'investitore che intenda negoziare opzioni deve preliminarmente comprendere il funzionamento delle tipologie di contratti che intende negoziare (put e call).

L'acquisto di un'opzione è un investimento altamente volatile ed è molto elevata la probabilità che l'opzione giunga a scadenza senza alcun valore. In tal caso, l'investitore avrà perso l'intera somma utilizzata per l'acquisto del premio più le commissioni. A seguito dell'acquisto di un'opzione, l'investitore può mantenere la posizione fino a scadenza o effettuare un'operazione di segno inverso, oppure, per le opzioni di tipo "americano", esercitarla prima della scadenza. Se l'opzione ha per oggetto contratti futures, l'esercizio della medesima determinerà l'assunzione di una posizione in futures e le connesse obbligazioni concernenti l'adeguamento dei margini di garanzia. Un investitore che si accingesse ad acquistare un'opzione relativa ad un'attività il cui prezzo di mercato fosse molto distante dal prezzo a cui risulterebbe conveniente esercitare l'opzione (*deep out of the money*), deve considerare che la possibilità che l'esercizio dell'opzione diventi profittevole è remota.

La vendita di un'opzione comporta in generale l'assunzione di un rischio molto più elevato di quello relativo al suo acquisto. Infatti, anche se il premio ricevuto per l'opzione venduta è fisso, le perdite che possono prodursi in capo al venditore dell'opzione possono essere potenzialmente illimitate. Se il prezzo di mercato dell'attività sottostante si muove in modo sfavorevole, il venditore dell'opzione sarà obbligato ad adeguare i margini di garanzia al fine di mantenere la posizione assunta. Se l'opzione venduta è di tipo "americano", il venditore potrà essere in qualsiasi momento chiamato a regolare l'operazione in denaro o ad acquistare o consegnare l'attività sottostante. Nel caso l'opzione venduta abbia ad oggetto contratti futures, il venditore assumerà una posizione in futures e le connesse obbligazioni concernenti l'adeguamento dei margini di garanzia. L'esposizione al rischio del venditore può essere ridotta detenendo una posizione sul sottostante (titoli, indici o altro) corrispondente a quella con riferimento alla quale l'opzione è stata venduta.

✓ **Warrant e Covered Warrant:** il *Warrant* è uno strumento finanziario quotato che attribuisce al possessore la facoltà di acquistare (*Warrant call*) o vendere (*Warrant put*) una determinata attività sottostante, a un prezzo e per una quantità prefissati, entro una data di scadenza. L'attività sottostante è tipicamente costituita da un'azione. Il *warrant* (di tipo *call*) è utilizzato spesso dalle società al fine di rendere maggiormente appetibili le proprie obbligazioni (*obbligazioni cum warrant*) o al fine di raccogliere risorse finanziarie mediante aumenti di capitale.

La caratteristica distintiva di un *Covered Warrant* (dalla quale deriva l'attributo "covered"), è la presenza di una copertura nell'esecuzione del contratto ("covered" sta per "garantito") da parte dell'istituzione emittente.

A differenza dei *Warrant* che implicano il ritiro dello strumento finanziario oggetto di esercizio, i *Covered Warrant* (CW) prevedono il regolamento differenziale a scadenza. Inoltre, l'attività sottostante un CW può essere un'azione, un paniere di azioni, un indice borsistico, un tasso di interesse, un tasso di cambio, una materia prima o altro ancora. Rispetto ai *Warrant* ordinari, un'ulteriore differenza riguarda l'emittente che nel caso dei CW non coincide con l'emittente dell'attività sottostante, trattandosi solitamente di un intermediario finanziario. Inoltre, per un'emissione di CW non è necessario il consenso dell'emittente degli strumenti finanziari sottostanti in quanto questi ultimi sono già in circolazione. Di conseguenza, il premio che un investitore paga per "entrare" in un simile contratto, spetta direttamente all'emittente del CW, senza coinvolgere in alcun modo l'emittente dell'attività finanziaria sottostante. Ad esempio, una Banca d'Investimento può emettere CW su azioni della società Y, senza il necessario consenso da parte di quest'ultima, incassando così un premio.

Analogamente ai *warrant*, i *Covered Warrant* (CW) non possono essere venduti se non sono stati precedentemente acquistati, ovvero non è possibile assumere una "posizione corta" su questi strumenti.

✓ **Certificates:** i *certificates* sono strumenti finanziari derivati, negoziati su mercati regolamentati, il cui *payoff* dipende dall'andamento dell'attività sottostante. Si distinguono i certificati d'investimento (*investment certificates*) e quelli a leva.

I certificati d'investimento sono, sia in termini di capitale investito che in termini di rischio, un'alternativa all'investimento diretto nel sottostante. In questa categoria sono ricompresi:

- I *certificates* che replicano semplicemente l'andamento del sottostante, vantaggiosi nel caso questo fosse altrimenti difficilmente raggiungibile dall'investitore privato (ad esempio indici, valute, future su petrolio/oro/argento)
- I *certificates* che permettono, attraverso la combinazione di diverse opzioni, la realizzazione di strategie più complesse, che mirano ad esempio alla protezione parziale o totale del capitale. Questo è possibile negli strumenti che fissano un livello di barriera, che, se non viene toccato dal sottostante, garantisce solitamente il capitale investito o la maggior parte di esso.

Con i certificati a leva, detti anche *leverage certificates* l'investitore può assumere sia posizioni rialziste (*bull*) che ribassiste (*bear*) sul sottostante, impiegando solo una frazione del valore richiesto per l'acquisto dello stesso. I *leverage certificates* si distinguono tra:

- Certificati a leva fissa, che replicano l'andamento del sottostante, sia esso un indice o una commodity, amplificandone la performance per un livello fisso detto "moltiplicatore". Questi strumenti sono adatti per un investitore che ha l'orizzonte temporale molto breve, in quanto sono soggetti al *compounding effect*. Ad esempio un investitore che acquisti un

*Certificato* a leva fissa (x5) su un indice azionario, in caso di ribasso istantaneo di tale mercato del 10% , vedrà il prezzo dello strumento perdere circa il 50%. Di conseguenza al fine di recuperare il capitale inizialmente investito, occorrerà un recupero dell'indice azionario superiore al 10%.

- Certificati a leva variabile, che grazie alla loro struttura sono maggiormente adatti ad un investitore con orizzonte temporale medio-lungo. Acquistare un certificato a leva, ipotizziamo di tipo rialzista, equivale dal punto di vista finanziario, ad acquistare il sottostante e contestualmente accedere a un finanziamento con l'emittente per un importo pari al valore dello *strike price*. Su questo ammontare l'investitore paga anticipatamente (oppure giorno per giorno attraverso un meccanismo di aggiornamento giornaliero dello *strike*) una quota di interessi. Questi strumenti si caratterizzano inoltre per la presenza di un livello di stop loss, posto al di sopra o allo stesso livello dello *strike price*, al raggiungimento del quale lo strumento finanziario si estingue anticipatamente. Questo consente all'emittente di rientrare senza rischi del finanziamento concesso all'investitore, e a questo di non rischiare una somma di denaro maggiore di quella decisa inizialmente.

La presenza dell'effetto leva, come detto, consente di moltiplicare la performance del sottostante. La leva però non amplifica solo i guadagni ma anche le eventuali perdite e l'investitore si trova esposto al rischio di estinzione anticipata del certificato e di perdita totale del capitale investito.

Mentre i *leverage certificates* si adattano maggiormente ad investitori con una buona preparazione tecnico-finanziaria che tendono ad avere una strategia di investimento altamente speculativa e di breve periodo, i certificati d'investimento rispondono a logiche più conservative e orientate al medio-lungo termine.

### **Rischi specifici relativi agli strumenti finanziari derivati:**

I rischi associati a questa tipologia di strumenti sono anzitutto quelli relativi all'attività sottostante il derivato. Oltre a questi, il detentore di uno strumento finanziario derivato incorre nei seguenti rischi specifici: rischio di mercato; rischio di cambio; rischio di liquidità; rischio di credito; rischio derivato dall'utilizzo della leva finanziaria; rischio di controparte; rischio di complessità dello strumento.

- **Rischio di mercato:** nell'ambito del rischio mercato, rilevano in particolare il rischio di volatilità e il rischio prezzo.
- **Rischio di volatilità:** misura l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività finanziaria. Al crescere della volatilità cresce la probabilità che la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta, ossia cresce la probabilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi, sia in aumento che in diminuzione. Di conseguenza ad oscillazioni ampie del prezzo possono corrispondere profitti o perdite altrettanto importanti risultando, dunque, maggiore il rischio associato.
- **Rischio di prezzo:** è il rischio relativo alle oscillazioni di prezzo dello strumento finanziario, direttamente collegate all'oscillazione di valore del sottostante ovvero al rischio di cambio in caso di valuta. Il rischio prezzo è potenzialmente pari alla perdita totale del capitale investito.
- **Rischio di cambio:** è il rischio che variazioni nel valore di una valuta provochino variazioni nel valore di mercato dell'investimento. Qualora lo strumento finanziario sottostante il derivato sia denominato in una divisa diversa da quella di riferimento per l'investitore, tipicamente l'Euro per l'investitore italiano, occorre tenere presente la variabilità (volatilità) del rapporto di cambio tra la divisa di riferimento (Euro) e la divisa estera in cui è denominato l'investimento. L'investitore deve considerare che i rapporti di cambio con le divise di molti paesi, in particolare di quelli in via di sviluppo, sono altamente variabili (volatili) e che comunque l'andamento dei tassi di cambio può condizionare il risultato complessivo dell'investimento. Per esempio, un *futures* che abbia come sottostante l'indice S&P500 (principale indice azionario americano) sarà soggetto ad una maggiore volatilità in quanto incorpora la variabilità del tasso di cambio euro/Dollaro americano.
- **Rischio di liquidità:** è legato alla difficoltà o impossibilità di liquidare il proprio investimento senza perdita di valore rispetto al suo prezzo equo. Esso dipende principalmente dalle caratteristiche del mercato in cui il titolo è trattato. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli trattati su mercati regolamentati sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati. I derivati quotati su mercati non regolamentati (c.d. OTC) incorporano un maggior rischio per l'investitore di non riuscire a vendere il derivato ad un prezzo equo (*fair value*). Condizioni particolari di illiquidità del mercato nonché l'applicazione di talune regole vigenti su alcuni mercati (quali le sospensioni derivanti da movimenti di prezzo anomali c.d. *circuit breakers*), possono accrescere il rischio di perdite rendendo impossibile effettuare operazioni o liquidare o neutralizzare le posizioni. L'intermediario a cui si rivolge l'investitore potrebbe anche porsi in diretta contropartita del cliente (agire, cioè, in conto proprio). Per questi motivi, tali operazioni comportano l'assunzione di rischi più elevati. Le norme applicabili per tali tipologie di transazioni, poi, potrebbero risultare diverse e fornire una tutela minore all'investitore. Si aggiunga che le relazioni normalmente esistenti tra il prezzo dell'attività sottostante e lo strumento derivato potrebbero non corrispondere quando, ad esempio, un contratto *futures* sottostante ad un contratto di opzione fosse soggetto a limiti di prezzo mentre l'opzione non lo fosse. L'assenza di un prezzo del sottostante potrebbe rendere difficoltoso il giudizio sulla significatività della valorizzazione del contratto derivato. Per taluni strumenti derivati quotati su mercati regolamentati (ad esempio, i *certificates*) vi è l'obbligo in capo all'emittente di fornire liquidità per gli investitori ponendosi come *market maker*.

- **Rischio di credito:** nell'ambito del rischio di credito rileva il rischio emittente del derivato. Quando si effettuano investimenti in strumenti finanziari è fondamentale apprezzare la solidità patrimoniale delle società emittenti e le prospettive economiche delle medesime tenuto conto delle caratteristiche dei settori in cui le stesse operano. Tale rischio è pertanto connesso all'eventualità che l'emittente, per effetto di un deterioramento della sua solidità patrimoniale, non sia in grado di onorare i propri obblighi relativamente al pagamento degli importi dovuti. Considerando i contratti *swap* e *forward* è particolarmente importante che la controparte dell'operazione sia solida patrimonialmente, poiché nel caso dal contratto si origini un differenziale a favore dell'investitore esso potrà essere effettivamente percepito solo se la controparte risulterà solvibile. Nel caso il contratto sia stipulato con una controparte terza, l'investitore deve informarsi della solidità della stessa e accertarsi che l'intermediario risponderà in proprio nel caso di insolvenza della controparte. Se il contratto è stipulato con una controparte estera, i rischi di corretta esecuzione del contratto possono aumentare a seconda delle norme applicabili nel caso di Specie. Ad esempio l'investitore che detiene un *certificato* emesso dalla Società X con sottostante un'azione della Società Y, corre il rischio di subire una perdita totale a causa del fallimento della Società X, nonostante l'eventuale performance positiva del titolo Y.
- **Rischio derivato dall'utilizzo della leva finanziaria:** con un derivato finanziario è possibile investire su un sottostante (indice, azione, valuta, commodity, etc..) con un importo ridotto decisamente inferiore a quello richiesto per acquistarlo direttamente, ma l'acquirente del derivato beneficia dei rialzi o dei ribassi in misura amplificata. Infatti, il valore di un derivato varia generalmente in modo più che proporzionale al variare del valore del sottostante cui si riferisce per effetto del fenomeno della leva finanziaria. Ad esempio, le operazioni su *futures* comportano un elevato grado di rischio in quanto l'ammontare del margine iniziale è ridotto (pochi punti percentuali) rispetto al valore dei contratti. Questo significa che un movimento dei prezzi di mercato relativamente piccolo avrà un impatto proporzionalmente più elevato sui fondi depositati presso l'intermediario: tale effetto potrà risultare a sfavore o a favore dell'investitore. Il margine versato inizialmente, nonché gli ulteriori versamenti effettuati per mantenere la posizione, potranno di conseguenza andare perduti completamente. Nel caso i movimenti di mercato siano a sfavore dell'investitore, egli può essere chiamato a versare fondi ulteriori con breve preavviso al fine di mantenere aperta la propria posizione in *futures*. Se l'investitore non provvede ad effettuare i versamenti addizionali richiesti entro il termine comunicato, la posizione può essere liquidata in perdita e l'investitore sarà debitore di ogni altra passività prodottasi.
- **Rischio di controparte:** è il rischio che sorge quando un operatore adempie alla sua prestazione prima di essere sicuro di ricevere la controprestazione. Il problema è tipico del sistema dei pagamenti, e degli scambi che avvengono sui mercati finanziari non regolamentati OTC (titoli, cambi e soprattutto derivati finanziari). La forma principale in cui questo rischio si manifesta è quella di consegna (*delivery risk*) che ha luogo quando una parte non adempie alla sua obbligazione in uno scambio che dovrebbe essere contestuale: ad esempio, quando in una operazione sul mercato dei cambi una parte paga in dollari, ma non riceve in contropartita l'importo in euro pattuito. Oppure quando una parte in un'operazione in titoli non consegna i titoli che si era impegnato a vendere.
- **Rischio derivante dal grado di complessità dello strumento finanziario:** la complessità di uno strumento o prodotto finanziario derivato è un elemento da tenere presente al momento dell'investimento, in quanto rende più difficile la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell'investimento stesso e può pregiudicare la capacità del cliente di assumere scelte consapevoli. L'investitore deve informarsi presso il proprio intermediario circa i termini e le condizioni dei contratti derivati su cui ha intenzione di operare. Particolare attenzione deve essere prestata alle condizioni per le quali l'investitore può essere obbligato a consegnare o a ricevere l'attività sottostante (ad esempio, nel contratto *futures*) e, con riferimento alle opzioni, alle date di scadenza e alle modalità di esercizio. In talune particolari circostanze le condizioni contrattuali potrebbero essere modificate con decisione dell'organo di vigilanza del mercato o della *clearing house* al fine di incorporare gli effetti di cambiamenti riguardanti le attività sottostanti.

### 3.2.5 I prodotti assicurativi finanziari

Sono prodotti finanziari assicurativi le polizze *unit linked* ed *index linked* nonché i contratti di capitalizzazione.

Il grado di rischiosità del prodotto finanziario-assicurativo dipende, oltre che dalla tipologia di sottostante, dalla presenza o meno di garanzie di restituzione del capitale o di un rendimento minimo dell'investimento; tali garanzie possono essere prestate direttamente dall'Impresa di Assicurazione o da un soggetto terzo con il quale l'Impresa di Assicurazione ha preso accordi in tal senso.

#### ✓ **Polizze index linked**

Le polizze *index linked* sono contratti di assicurazione sulla vita in cui il valore delle prestazioni è collegato all'andamento di un determinato indice o di un altro valore di riferimento. In questo tipo di contratti, l'indicizzazione serve ad adeguare, alle scadenze previste, il valore delle prestazioni assicurative legando il rendimento della polizza a un indice finanziario o all'andamento di un altro valore di riferimento. I titoli sono individuati dalla compagnia di assicurazioni tra quelli indicati come ammissibili ai sensi della normativa assicurativa.

Vi sono polizze *index linked* a capitale parzialmente garantito dove il contratto prevede che anche in caso di andamento negativo dell'indice di riferimento all'assicurato spetti la parziale restituzione del capitale investito; oppure a capitale garantito, il cui contratto prevede la restituzione del premio versato o investito. Nel caso delle *index linked* a rendimento

minimo all'assicurato viene restituito il capitale maggiorato di un tasso di interesse fisso annuo.

#### ✓ **Polizze unit linked**

Le assicurazioni *unit linked* sono contratti in cui l'entità del capitale assicurato dipende dall'andamento del valore delle quote di fondi di investimento interni (appositamente costituiti dall'impresa di assicurazione) o da fondi esterni (OICR, Organismi di investimento collettivo del risparmio) in cui vengono investiti i premi versati, dedotti i caricamenti, il costo per la copertura caso morte, le eventuali coperture accessorie e le commissioni di gestione. Analogamente alle *index linked* anche le polizze *unit linked* possono essere classificate in polizze a capitale garantito o parzialmente garantito.

#### ✓ **Contratti di capitalizzazione**

La capitalizzazione è il contratto con il quale l'impresa di assicurazione si impegna a pagare una determinata somma di denaro dopo un certo numero di anni, non meno di cinque, a fronte del pagamento di premi unici o periodici. Ciò che caratterizza questi contratti è che le somme dovute dall'Assicuratore non dipendono dal verificarsi di eventi attinenti la vita dell'assicurato. In realtà, se manca il rischio assicurativo tradizionale, alla base di un contratto di capitalizzazione rimane comunque un'alea derivante dal rischio finanziario.

Nei contratti di capitalizzazione la compagnia di assicurazione trasferisce le somme di denaro, ricevute dagli investitori, ad una società gerente che, mediante una "gestione separata", si impegna a corrispondere la prestazione prestabilita, svincolando la remunerazione da qualsiasi riferimento alla durata della vita del sottoscrittore o di altri.

Esiste inoltre, un'ulteriore categoria di polizze dette **Multiramo** che presentano una componente *Unit Linked* e una componente rivalutabile.

#### **Rischi specifici relativi ai prodotti assicurativi finanziari:**

I rischi associati a questa tipologia di strumenti sono anzitutto quelli relativi all'attività sottostante cui sono collegate le prestazioni assicurative. In particolare, l'investitore dovrà tenere in considerazione i rischi specifici degli OICR e degli strumenti derivati.

Oltre a questi, il detentore di un prodotto assicurativo finanziario incorre nei seguenti rischi specifici: rischio di prezzo; rischio di cambio; rischio di liquidità; rischio di credito.

- **Rischio di prezzo:** nell'ambito del rischio di mercato, rileva in particolare il rischio di prezzo, ossia il rischio di oscillazione degli strumenti finanziari sottostanti, connesso al fatto che tale prezzo è condizionato o influenzato da fattori non prevedibili. Nello specifico, le *Index Linked*, che prevedono la garanzia di restituzione del capitale investito a scadenza, il rischio di prezzo a carico dell'investitore si concretizza solo nel corso della durata dell'investimento e non a scadenza. Nelle polizze *Unit Linked e Multiramo* il rischio derivante dalla sottoscrizione è riconducibile al rischio connesso alle principali caratteristiche del fondo OICR cui sono collegate le somme dovute ed in particolare dalla composizione (azioni, obbligazioni, indici, etc.) e strategia di gestione del fondo stesso.
- **Rischio di cambio:** è il rischio che variazioni nel valore di una valuta provochino variazioni nel valore di mercato dell'investimento. Qualora uno strumento finanziario sia denominato in una divisa diversa da quella di riferimento per l'investitore, tipicamente l'euro per l'investitore italiano, o sia agganciato a parametri di riferimento quotati in una valuta differente da quella di riferimento dell'investitore, al fine di valutare la rischiosità complessiva dell'investimento occorre tenere presente la variabilità del rapporto di cambio tra la divisa di riferimento (euro) e la divisa estera in cui è denominato l'investimento. L'investitore deve considerare che i rapporti di cambio con le divise di molti paesi in particolare di quelli in via di sviluppo, sono altamente variabili e che comunque l'andamento dei tassi di cambio può condizionare il risultato complessivo dell'investimento.
- **Rischio di liquidità:** la liquidità di uno strumento finanziario consiste nella sua attitudine a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore. Nello specifico, nelle polizze *Unit Linked e Multiramo*, il rischio di liquidità dipende dalla liquidità del fondo interno assicurativo/OICR. Il valore unitario delle quote del fondo è calcolato di regola giornalmente e viene pubblicato su quotidiani nazionali; la liquidazione delle somme richieste dall'investitore-contraente avviene entro i termini indicati dalle condizioni di assicurazione e potrebbe comportare una penalità in caso di uscita anticipata dall'investimento. In considerazione di quanto precedentemente esposto, pertanto il rischio di liquidità può essere superiore rispetto ad altri strumenti finanziari.
- **Rischio di credito:** è il rischio connesso al merito di credito e qualità dell'emittente della polizza o della controparte degli strumenti finanziari, cui il contratto è destinato. È il rischio collegato alla possibilità che l'emittente o la controparte finanziaria, per effetto di un deterioramento della propria solidità patrimoniale, non sia in grado di adempiere i propri obblighi contrattuali e quindi di pagare gli interessi e/o di rimborsare il capitale. Per quanto riguarda le polizze *index linked* emesse dopo l'entrata in vigore del regolamento Isvap n. 32 dell'11 giugno 2009 il rischio di controparte per l'investitore, che coincide con il rischio di insolvenza, è collegato alla compagnia di assicurazione emittente e garante della polizza.  
Nelle polizze *Unit Linked* il rischio di credito viene "mitigato" attraverso la gestione separata.  
Nelle polizze *Index Linked* l'investitore è soggetto, inoltre, al **rischio controparte**, ossia al rischio connesso

all'eventualità che l'Emittente dello strumento finanziario non sia in grado di rimborsare il titolo strutturato a cui è collegata la polizza; in tal caso è possibile che il valore delle prestazioni della polizza risulti inferiore a quanto contrattualmente previsto.

### **3.3 Gli altri fattori fonte di rischi generali**

#### **a) Commissioni e oneri**

Prima di avviare l'operatività, l'investitore deve prendere visione delle informazioni relative a tutte le commissioni, spese ed altri oneri che saranno dovuti all'intermediario. L'investitore deve sempre considerare che tali oneri andranno sottratti ai guadagni eventualmente ottenuti nelle operazioni effettuate, mentre si aggiungeranno alle perdite subite

#### **b) Operazioni eseguite in mercati aventi sede in altre giurisdizioni**

Le operazioni eseguite su mercati aventi sede all'estero, incluse le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari trattati anche in mercati nazionali, potrebbero esporre l'investitore a rischi aggiuntivi. Tali mercati potrebbero essere regolati in modo da offrire ridotte garanzie e protezioni agli investitori. Prima di eseguire qualsiasi operazione su tali mercati, l'investitore dovrebbe informarsi sulle regole che riguardano tali operazioni. Deve inoltre considerare che, in tali casi, l'autorità di controllo sarà impossibilitata ad assicurare il rispetto delle norme vigenti nelle giurisdizioni dove le operazioni vengono eseguite. L'investitore dovrebbe quindi informarsi circa le norme vigenti su tali mercati e le eventuali azioni che possono essere intraprese con riferimento a tali operazioni.

#### **c) Operazioni eseguite fuori da mercati organizzati**

Gli intermediari possono eseguire operazioni fuori dai mercati organizzati. L'intermediario a cui si rivolge l'investitore potrebbe anche porsi in diretta contropartita del cliente (agire, cioè, in conto proprio). Per le operazioni effettuate fuori dai mercati organizzati può risultare difficoltoso o impossibile liquidare uno strumento finanziario o apprezzarne il valore effettivo e valutare l'effettiva esposizione al rischio. Per questi motivi, tali operazioni comportano l'assunzione di rischi più elevati. Prima di effettuare tali tipologie di operazioni l'investitore deve assumere tutte le informazioni rilevanti sulle medesime, le norme applicabili ed i rischi conseguenti.

#### **d) I rischi connessi alle gestioni di portafogli**

La rischiosità della linea di gestione è data:

- a) dalle categorie di strumenti finanziari in cui può essere investito il patrimonio del risparmiatore e dai limiti previsti per ciascuna categoria;
- b) dal grado di leva finanziaria utilizzabile nell'ambito della linea di gestione.

Con riferimento alle categorie di strumenti finanziari ed alla valutazione del rischio che tali strumenti comportano per l'investitore, si rimanda ai precedenti paragrafi del presente documento. Le caratteristiche di rischio di una linea di gestione tenderanno a riflettere la rischiosità degli strumenti finanziari in cui esse possono investire, in relazione alla quota che tali strumenti rappresentano rispetto al patrimonio gestito. Ad esempio, una linea di gestione che preveda l'investimento di una percentuale rilevante del patrimonio in titoli a basso rischio, avrà caratteristiche di rischio simili; al contrario, ove la percentuale d'investimenti a basso rischio prevista fosse relativamente piccola, la rischiosità complessiva della linea di gestione sarà diversa e più elevata.

Nel contratto di gestione deve essere stabilita la misura massima della leva finanziaria della linea di gestione; la leva è rappresentata da un numero uguale o superiore all'unità. La leva finanziaria, in sintesi, misura di quante volte l'intermediario può incrementare il controvalore degli strumenti finanziari detenuti in gestione per conto del cliente rispetto al patrimonio di pertinenza del cliente stesso. L'incremento della leva finanziaria utilizzata comporta un aumento della rischiosità della linea di gestione patrimoniale. L'intermediario può innalzare la misura della leva finanziaria facendo ricorso a finanziamenti oppure concordando con le controparti di regolare in modo differito le operazioni ovvero utilizzando strumenti finanziari derivati (ove previsti dalla linea di gestione).

L'investitore, prima di selezionare una misura massima della leva finanziaria superiore all'unità, deve comprendere che variazioni di modesta entità dei prezzi degli strumenti finanziari presenti nel patrimonio gestito possono determinare variazioni tanto più elevate quanto maggiore è la misura della leva finanziaria utilizzata e che, in caso di variazioni negative dei prezzi degli strumenti finanziari, il valore del patrimonio può diminuire notevolmente.

Prima di concludere il contratto di gestione, l'investitore deve ottenere dettagliate informazioni a riguardo di tutte le commissioni ed alle modalità di calcolo delle medesime, delle spese e degli altri oneri dovuti all'intermediario.