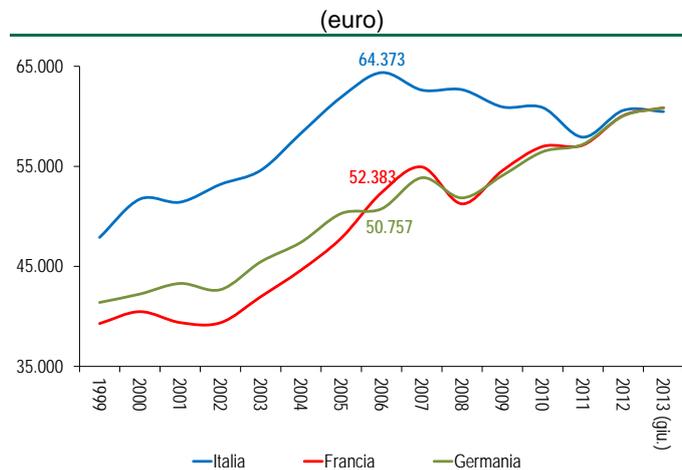


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Valore pro-capite delle attività finanziarie delle famiglie in Italia, Francia e Germania



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

A giugno 2013, il **valore delle attività finanziarie delle famiglie italiane** ha superato 3.600 miliardi di euro. Ogni italiano detiene in media poco più di 60mila euro di attività finanziarie, un valore sostanzialmente uguale a quello francese e a quello tedesco. Nel corso degli ultimi anni, le famiglie italiane hanno subito un peggioramento della propria situazione patrimoniale: sette anni fa, la ricchezza detenuta in media da un italiano risultava il 23% più alta di quella di un francese e il 27% più elevata di quella di un tedesco. A giugno, siamo scesi leggermente al di sotto del valore degli altri due paesi.

La **perdita di ricchezza degli italiani** è il frutto della minore capacità di investire nuove risorse, oltre che il risultato di un rendimento negativo del portafoglio. Nella prima parte degli anni Duemila, venivano acquistati in media oltre 124 miliardi di attività finanziarie ogni anno. Tra il 2007 e il 2011, si è scesi a 60 miliardi. Nei primi sei mesi del 2013, i flussi di nuove attività finanziarie sono diminuiti a solo 5 miliardi di euro.

# 43

3 dicembre  
2013

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 0647028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia



## Famiglie italiane: un portafoglio finanziario alle prese con la crisi

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

A giugno 2013, il valore totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane è tornato sopra i 3.600 miliardi di euro, recuperando oltre la metà dei 300 miliardi persi durante la prima parte della crisi, ma rimanendo 130 miliardi al di sotto del valore massimo raggiunto nel 2006.

Ogni italiano detiene in media poco più di 60mila euro di attività finanziarie. Si tratta di un valore sostanzialmente uguale sia a quello francese sia a quello tedesco. Nel corso degli ultimi anni, le famiglie italiane hanno, però, subito un peggioramento della propria situazione patrimoniale: dal 2006, il valore pro-capite in Italia si è ridotto di quasi 4mila euro. Sette anni fa, la ricchezza detenuta in media da un italiano risultava il 23% più alta di quella di un francese e il 27% più elevata di quella di un tedesco. A giugno, siamo scesi leggermente al di sotto del valore degli altri due paesi. In termini reali, ciascun italiano ha visto il valore del proprio portafoglio ridursi del 18%, mentre un francese ha beneficiato di un aumento del 5% e un tedesco del 9%.

La perdita di ricchezza del patrimonio finanziario degli italiani è sia il frutto della minore capacità di investire nuove risorse sia il risultato di un rendimento negativo del portafoglio.

Tra il 2000 e il 2013, gli italiani hanno investito complessivamente quasi 1.200 miliardi di euro in attività finanziarie. Nella prima parte degli anni Duemila, venivano acquistati in media oltre 124 miliardi di attività finanziarie ogni anno. Tra il 2007 e il 2011, si è scesi a 60 miliardi. Nei primi sei mesi del 2013, i flussi di nuove attività finanziarie sono diminuiti a solo 5 miliardi di euro.

Negli ultimi tredici anni, il rendimento medio che le famiglie italiane hanno ottenuto dal proprio portafoglio di attività finanziarie è risultato negativo. Tra il 2000 e il 2013, ogni anno sono stati persi in media 22 miliardi di euro.

### Dall'inizio della crisi, famiglie italiane meno ricche

Nonostante un contesto generale di particolare complessità, nell'ultimo anno e mezzo le famiglie italiane hanno beneficiato di un aumento del valore delle proprie attività finanziarie, recuperando, però, solo una parte della significativa flessione subita nella prima parte della crisi.

Il patrimonio finanziario delle famiglie aveva raggiunto il punto di maggior valore nel 2006. Nei sette anni precedenti la crisi, la ricchezza era cresciuta complessivamente di oltre 1.000 miliardi di euro, un aumento di quasi il 40%, che aveva portato il valore complessivo delle attività finanziarie a superare i 3.700 miliardi<sup>1</sup>. La maggiore ricchezza era il frutto di un incremento delle risorse investite nei depositi, ma soprattutto nelle obbligazioni a medio lungo termine, in particolare nel comparto dei titoli emessi dalle istituzioni finanziarie e monetarie, a fronte di un brusco calo nel comparto delle azioni quotate, con una flessione, che nel solo 2001, aveva superato il 40%.

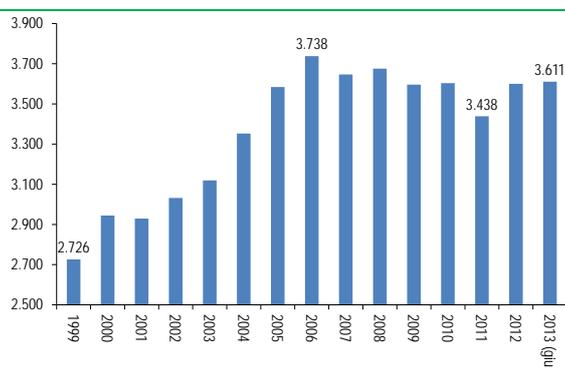
<sup>1</sup> Il valore delle attività finanziarie è estratto dai Conti finanziari. I dati, di fonte Bce e Banca d'Italia, sono riferiti all'insieme delle famiglie consumatrici e produttrici. Per ottenere un valore maggiormente riferibile alle sole famiglie consumatrici non sono stati considerati i prestiti e gli altri conti attivi, voce caratterizzata per la quasi totalità dai crediti commerciali.

L'impatto della crisi è risultato importante: tra il 2006 e il 2011, le famiglie italiane hanno visto il valore delle attività finanziarie ridursi complessivamente di 300 miliardi di euro, un calo concentrato sulle azioni e sulle quote dei fondi comuni.

Di questi 300 miliardi persi ne sono stati recuperati oltre la metà. A giugno 2013, il valore del totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane è tornato sopra i 3.600 miliardi, beneficiando degli aumenti registrati dai depositi, dalle azioni non quotate e dalle quote dei fondi comuni. Un calo rilevante ha, invece, interessato, anche nel corso dell'ultimo anno e mezzo, l'investimento in titoli a medio e lungo termine, con una brusca flessione del valore delle obbligazioni emesse dalle istituzioni finanziarie e monetarie.

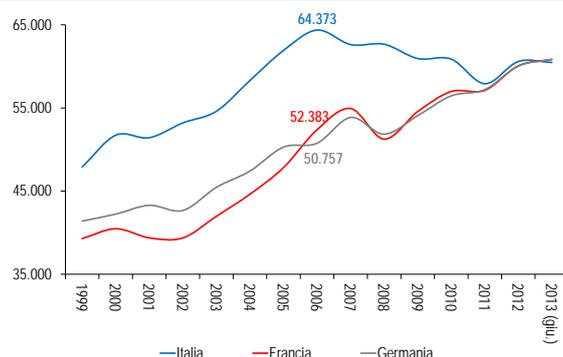
A giugno, il valore delle attività finanziarie risultava, comunque, più basso di quello del 2006 di circa 130 miliardi di euro, il 3,4% in meno. Diversa l'esperienza sia delle famiglie tedesche sia di quelle francesi. In Francia, il valore complessivo delle attività finanziarie si è avvicinato ai 4mila miliardi di euro. Durante la crisi, solo nel 2008 è stata registrata una flessione. Rispetto al 2006, le famiglie francesi beneficiano di un aumento della loro ricchezza di quasi 700 miliardi di euro, un incremento di oltre un quinto. Esperienza simile in Germania, con il valore delle attività finanziarie che si è avvicinato ai 5mila miliardi di euro, un aumento di 800 miliardi rispetto al 2006.

**Il valore delle attività finanziarie delle famiglie italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

**Valore pro-capite delle attività finanziarie delle famiglie in Italia, Francia e Germania**  
(euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Il valore complessivo delle attività finanziarie non può, però, essere considerato un utile indicatore per confrontare a livello internazionale la ricchezza delle famiglie. Anche il rapporto con il reddito disponibile, generalmente utilizzato, ha il difetto di essere influenzato dal livello del reddito: un reddito basso fa emergere una ricchezza elevata, fornendo un'informazione distorta. I dati contenuti nella Relazione della Banca d'Italia evidenziano, ad esempio, come le attività finanziarie delle famiglie, considerando in questo caso anche quelle produttrici, siano in Italia uguali a 3,4 volte il reddito disponibile, mentre in Francia si scende a 3 e in Germania a 2,8. Quello che deve, però, interessare non è tanto il rapporto tra ricchezza e reddito, quanto il valore della ricchezza e del reddito a disposizione di ciascun cittadino. Un'informazione corretta può emergere, dunque, considerando i valori pro-capite, che rappresentano la quantità di ricchezza teoricamente a disposizione di ognuno.

A giugno 2013, ogni italiano deteneva in media poco più di 60mila euro di attività finanziarie, un valore sostanzialmente uguale sia a quello di un francese sia a quello di un tedesco. Una rappresentazione apparentemente incoraggiante che nasconde, però, una criticità legata a quanto accaduto nel corso degli ultimi anni: le famiglie italiane hanno subito un peggioramento della propria situazione patrimoniale, che non ha, invece, interessato le altre due principali economie europee. Nel confronto tra giugno 2013 e il 2006, ciascun italiano ha perso quasi 4mila euro in termini di minor valore delle attività finanziarie. Un francese ha visto, invece, il suo portafoglio crescere di più di 8mila euro e un tedesco di oltre 10mila. In termini percentuali, in Italia il calo ha superato il 6%, nonostante un recupero di oltre il 4% conseguito nell'ultimo anno e mezzo. In Francia e Germania l'aumento è risultato compreso tra il 15% e il 20%.

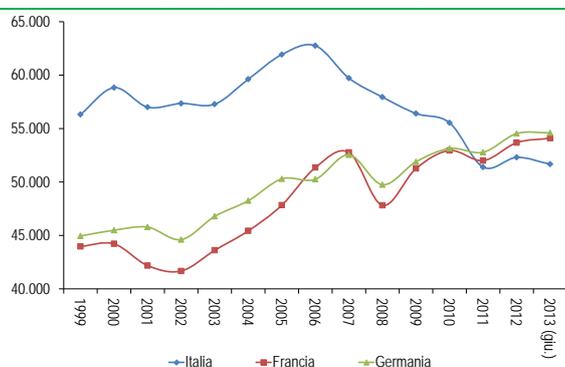
Per descrivere meglio quanto accaduto: nel 2006, il valore pro-capite delle attività finanziarie in Italia era più alto del 23% di quello francese e del 27% di quello tedesco; a giugno, il dato italiano è sceso leggermente al di sotto di quello degli altri due paesi.

### Sulla ricchezza gli effetti della maggiore inflazione

Per comprendere appieno quanto accaduto nel corso degli anni alla ricchezza finanziaria delle famiglie è, però, opportuno non fermarsi all'analisi dei valori nominali, ma diviene necessario considerare anche l'impatto della variazione dei prezzi. Un'inflazione crescente determina una perdita del valore delle attività detenute, comportando un peggioramento delle condizioni economico-patrimoniali delle famiglie.

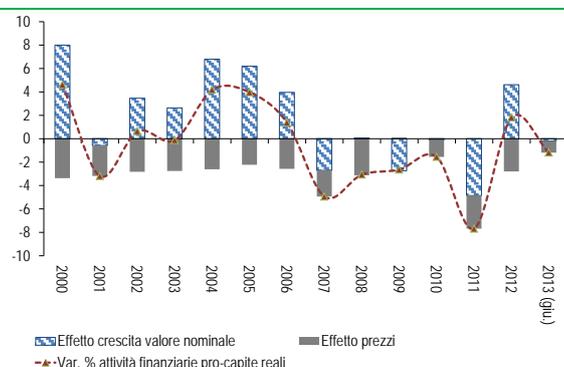
#### Valore pro-capite delle attività finanziarie delle famiglie in termini reali in Italia, Francia e Germania

(euro; valori concatenati)



#### La variazione del valore pro-capite delle attività finanziarie delle famiglie italiane (valori %)

(valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce e Eurostat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce e Eurostat

In Italia, al netto della variazione dei prezzi, il valore delle attività finanziarie complessivamente detenute dalle famiglie è sceso in sei degli ultimi sette anni. Solo nel 2012, gli italiani hanno beneficiato di un aumento di quasi il 2% del valore del proprio portafoglio, mentre anche nei primi sei mesi di quest'anno, caratterizzati da un forte rallentamento dell'inflazione, con il deflatore dei consumi cresciuto su base annuale di solo l'1,6% dal +2,8% registrato sia nel 2011 sia nel 2012, il valore delle attività si è ridotto di più di mezzo punto percentuale in termini reali. Francia e Germania hanno, invece, sperimentato una flessione solo nel 2008 e nel 2011.

Guardando quanto accaduto negli ultimi anni, emerge come le famiglie italiane, oltre ad un andamento dei valori correnti non favorevole, abbiano, dunque, sofferto gli effetti di una dinamica inflazionistica più sostenuta di quella sperimentata nelle altre due principali economie europee. In cinque anni, l'indice dei prezzi riferito alle spese per consumi è aumentato in Italia di 4 punti percentuali in più di quanto accaduto in Francia e Germania.

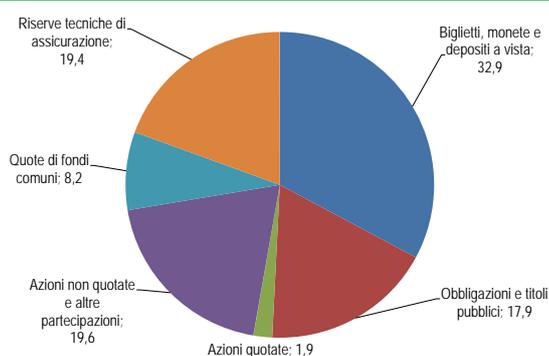
Sommando quanto registrato nei valori nominali con la dinamica dei prezzi, gli italiani hanno visto il portafoglio finanziario complessivo ridursi in termini reali di 15 punti percentuali nel confronto tra giugno 2013 e il 2006, mentre i tedeschi hanno beneficiato di un aumento dell'8% e i francesi di una crescita di oltre il 9%.

Passando dai valori aggregati a quelli pro-capite si ottiene una rappresentazione corretta della perdita patrimoniale in termini reali subita dalle famiglie italiane negli ultimi anni. Tra il 2007 e la prima metà del 2013, il valore pro-capite delle attività finanziarie delle famiglie è sceso ad un ritmo medio annuo prossimo al 3%. Nello stesso periodo i francesi hanno sperimentato una crescita media dello 0,9%, i tedeschi dell'1,2%. Complessivamente, nel confronto tra giugno 2013 e il 2006, ciascun italiano ha visto il valore reale delle proprie attività finanziarie ridursi del 18%; un francese ha, invece, conseguito un aumento del 5% e un tedesco del 9%. In sette anni, gli italiani hanno perso nel confronto con i francesi 23 punti percentuali in termini di ricchezza finanziaria reale; con i tedeschi si sale a 26 punti. In Italia, il valore pro-capite reale è sceso su un livello prossimo al minimo degli ultimi quindici anni, mentre in Francia e Germania è salito sui valori massimi del periodo considerato.

### Verso un portafoglio orientato alla prudenza

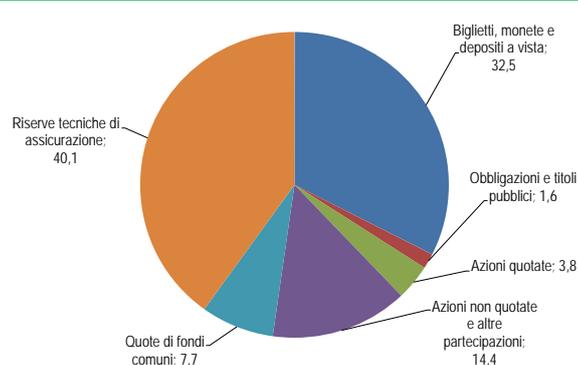
#### La composizione del portafoglio delle attività finanziarie delle famiglie italiane

(% del totale; giugno 2013)



#### La composizione del portafoglio delle attività finanziarie delle famiglie francesi

(% del totale; giugno 2013)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

In Italia, nel corso degli anni, gli andamenti appena descritti si sono affiancati ad un notevole cambiamento nella composizione del portafoglio delle attività finanziarie possedute dalle famiglie. Una veduta d'insieme segnala un passaggio graduale, ma significativo, verso una gestione più prudente del risparmio. La crisi ha solamente accentuato fenomeni emersi già nel periodo precedente. All'inizio degli anni 2000, complice l'aumento delle quotazioni di borsa, quasi un terzo del patrimonio finanziario delle famiglie italiane era investito in azioni. Nel 2006 si era scesi al 27%, a giugno di quest'anno si è tornati al 21,6%, dopo aver toccato il 20,1% nel 2011. Viceversa, in

tredecim anni, il peso dei depositi è cresciuto di quasi 8 punti percentuali, raggiungendo il 30%. La quota dei titoli obbligazionari a medio e lungo termine è rimasta stabile al di sotto del 20%, mentre quella dei fondi comuni si è più che dimezzata, nonostante il recupero dell'ultimo periodo, stabilizzandosi poco sopra l'8%.

Nel confronto con le altre due principali economie europee non emergono significative differenze nella composizione, come pure nella dinamica degli ultimi anni. I depositi rappresentano una voce importante, con un valore francese sostanzialmente uguale a quello italiano. Anche in Francia e Germania si è assistito nel corso dell'ultimo decennio ad uno spostamento verso una composizione maggiormente orientata alla prudenza, con un calo del peso sia delle azioni sia delle quote di fondi comuni. L'unica differenza in termini di composizione risiede nel peso di rilievo che le famiglie italiane attribuiscono alle obbligazioni e ai titoli di stato, mentre negli altri due paesi europei, a fronte di un'incidenza dei titoli poco rilevante si registra un ruolo significativo delle riserve di assicurazione, che superano un terzo del valore complessivo.

### **Famiglie: tra minore risparmio e rendimento negativo del portafoglio**

Guardando quanto accaduto alla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane negli ultimi quindici anni, quello che colpisce, ma soprattutto quello che differenzia il nostro Paese dalle altre principali economie europee, è, dunque, la perdita di valore che ha interessato il periodo della crisi.

Nella prima parte degli anni Duemila la ricchezza delle famiglie in Italia, misurata dal valore pro-capite delle attività finanziarie, era, infatti, cresciuta ad un ritmo più sostenuto di quello di Francia e Germania: un +34% si confrontava con il +33% della Francia e il +23% della Germania. Pesava, comunque, l'effetto della più rapida crescita dei prezzi. Eliminando l'inflazione, si passava rispettivamente a +11%, +17% e +12%. Tra il 2007 e il 2013, tutto è cambiato: i valori correnti segnalano sempre per gli stessi tre paesi un -6%, a fronte di un +16% e un +20%. Anche in questo caso, eliminando l'inflazione la rappresentazione peggiora: si passa rispettivamente a -18% per l'Italia, +5% per la Francia e +9% per la Germania.

Per capire nel dettaglio cosa è accaduto negli ultimi sette anni, è opportuno passare da un'analisi degli stock delle attività ad un esame dei flussi e dei rendimenti ottenuti dall'investimento. I flussi descrivono la capacità delle famiglie di accumulare risparmio, per poi destinarne una parte all'investimento in attività finanziarie. I rendimenti mostrano, invece, la capacità di allocare le risorse disponibili nel modo più efficiente.

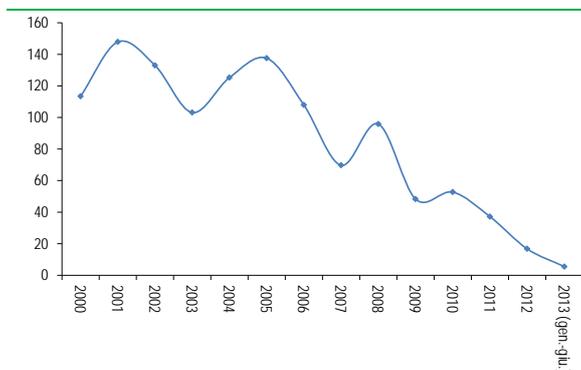
Una visione d'insieme degli ultimi quindici anni mostra con chiarezza e semplicità come le famiglie italiane abbiano gradualmente, ma in maniera significativa, ridotto la quantità di risorse investite annualmente in attività finanziarie. Tra il 2000 e la prima metà del 2013, le famiglie italiane hanno investito complessivamente quasi 1.200 miliardi di euro di nuove risorse. Nella prima parte degli anni Duemila, venivano destinati all'acquisto di attività finanziarie oltre 124 miliardi in media ogni anno; tra il 2007 e il 2011, si è scesi a 60 miliardi, mentre nei primi sei mesi del 2013 i flussi di nuove attività finanziarie sono stati pari a solo 5 miliardi di euro.

Diversa l'esperienza di Francia e Germania. Le famiglie tedesche in tredici anni e mezzo hanno investito in attività finanziarie oltre 1.800 miliardi di euro. La media annua è rimasta sostanzialmente stabile. In Francia, sebbene le famiglie negli ultimi due anni abbiano ridotto le risorse annualmente investite in attività finanziarie, non si è assistito ad una flessione di ampiezza paragonabile a quella registrata in Italia.

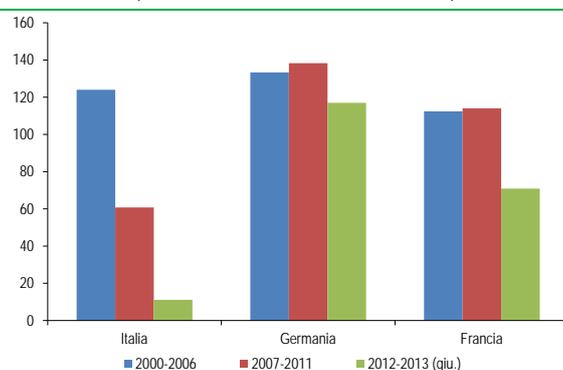
La perdita di ricchezza subita dalle famiglie italiane, oltre ad essere il frutto di questa minore capacità di generare risparmio, è, però, anche il risultato di un rendimento

negativo del capitale investito. Nel confronto tra giugno 2013 e il 1999, il valore delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane è aumentato complessivamente di 885 miliardi di euro. Questo incremento è il risultato di nuovi capitali investiti per 1.194 miliardi a fronte di una perdita generata dall'investimento pari a 309 miliardi. Il rendimento del capitale investito in attività finanziarie dalle famiglie italiane è, dunque, risultato negativo e pari a -0,6% medio annuo. Tra il 2000 e il 2013, ogni anno sono stati persi in media 22 miliardi di euro. Guardando ai singoli periodi, tra il 2000 e il 2006, il capitale investito generava un reddito medio annuo dello 0,6%, nonostante la brusca flessione del 2001. Tra il 2007 e il 2011, le famiglie hanno, invece, subito una perdita significativa, superiore al 3% annuo. Il consuntivo dell'ultimo anno e mezzo appare positivo, come risultato, però, di un forte profitto conseguito nel 2012 a fronte di un guadagno sostanzialmente nullo nella prima metà di quest'anno.

**I flussi annuali degli investimenti in attività finanziarie delle famiglie italiane**  
(miliardi di euro)



**Gli investimenti annuali delle famiglie nelle attività finanziarie in Italia, Francia e Germania**  
(miliardi di euro; media annua)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

In termini di rendimento, un'esperienza simile a quella italiana è stata vissuta dalle famiglie tedesche. Nel complesso dei tredici anni considerati la perdita registrata dagli investimenti in attività finanziarie delle famiglie ha superato i 250 miliardi di euro, un rendimento medio annuo pari a -0,5%. Differentemente da quanto accaduto in Italia, le famiglie tedesche sono, però, riuscite a compensare le perdite subite con una capacità di creare nuovo reddito da destinare all'investimento in attività finanziarie. Tra il 1999 e giugno 2013, il valore del portafoglio è aumentato complessivamente di 1.594 miliardi, come risultato di 1.859 miliardi di nuovi investimenti e 264 miliardi di perdite.

Le famiglie francesi sono, invece, riuscite ad unire l'accumulo di nuovo risparmio ad un rendimento positivo del proprio portafoglio. In tredici anni, il valore delle attività finanziarie è aumentato di quasi 1.630 miliardi di euro, grazie a nuovi investimenti per circa 1.500 miliardi e oltre 130 miliardi di guadagno, con un rendimento medio annuo del portafoglio pari allo 0,3%.

La perdita in termini di ricchezza finanziaria che le famiglie italiane hanno subito nel corso degli ultimi sette anni è, dunque, prevalentemente il risultato della crescente complessità nell'accantonare nuovo risparmio, ma è anche il frutto di una difficoltà nell'ottenere un rendimento positivo dal proprio investimento. Entrambi questi fattori appaiono una diretta conseguenza del deterioramento della situazione economica generale del Paese. La forte contrazione nei flussi investiti è, infatti, il risultato del

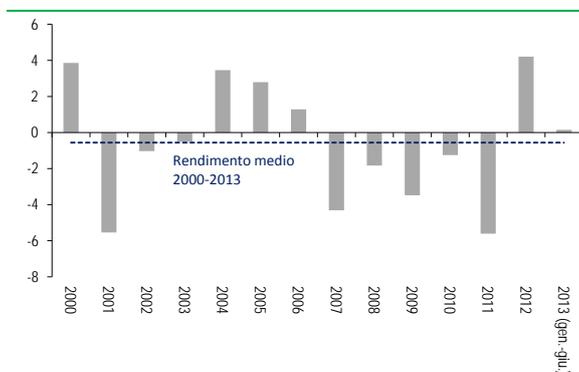


peggioramento della situazione reddituale delle famiglie, conseguenza della persistente contrazione del numero degli occupati e dell'ulteriore incremento della pressione fiscale e contributiva. Ma, anche i deludenti risultati conseguiti dalle famiglie nella gestione del proprio portafoglio appaiono strettamente legati alla situazione economica generale. Guardando le singole attività che compongono il portafoglio delle famiglie, emerge come i 300 miliardi di euro di perdita subita negli ultimi tredici anni siano concentrati nel segmento dei fondi comuni e in quello delle azioni e altre partecipazioni. Per queste ultime ha pesato lo stretto collegamento tra le quotazioni e la situazione complessiva del Paese. Per comprendere è sufficiente ricordare come solo il 5% dei 778 miliardi investiti in azioni a giugno di quest'anno fosse riferibile a titoli emessi da soggetti non residenti. Dei 739 miliardi di valore di azioni emesse da residenti, oltre il 90% era riferito a società non quotate. Si tratta spesso di aziende di medio-piccole dimensioni, che non riescono a beneficiare appieno della domanda proveniente dall'estero, ma rimangono strettamente collegate alle condizioni generali del Paese. Per quanto riguarda poi l'investimento in azioni quotate, è necessario ricordare come la Borsa italiana si caratterizzi per il peso rilevante del settore finanziario, sulla cui valutazione incide il forte legame con la situazione interna, che si manifesta con la rapida crescita dei crediti deteriorati oltre che con l'ingente quantità di titoli pubblici italiani detenuti dalle imprese di questo comparto.

Il recupero di ricchezza per le famiglie italiane passa, dunque, necessariamente per una ripresa dell'economia nazionale. Solo il ritorno su un sentiero di solida crescita potrà interrompere questo lento, ma significativo, impoverimento.

### Il rendimento delle attività finanziarie delle famiglie italiane

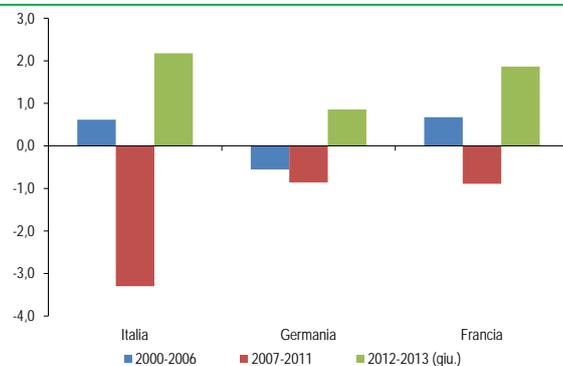
(valori %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

### Il rendimento delle attività finanziarie delle famiglie in Italia, Francia e Germania

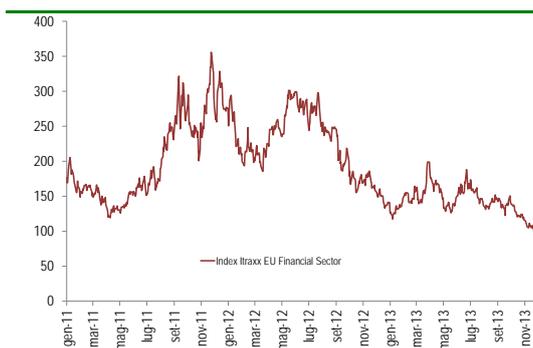
(valori %; media annua)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

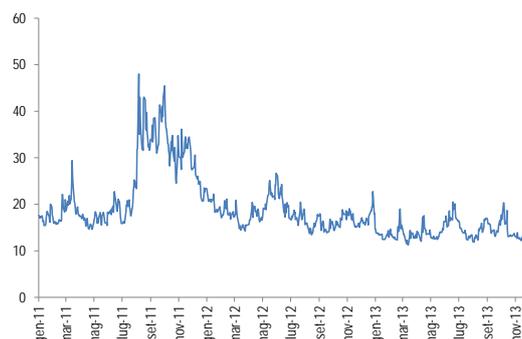
### Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio passano da 97 a 96pb.

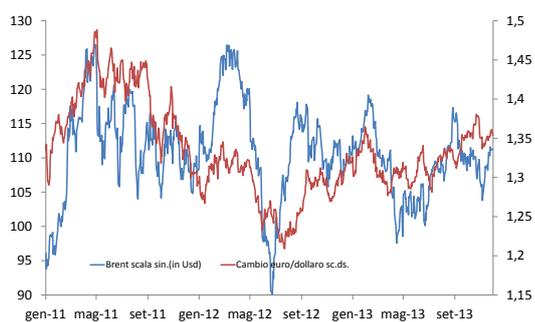
### Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana sale da 12 a 14.

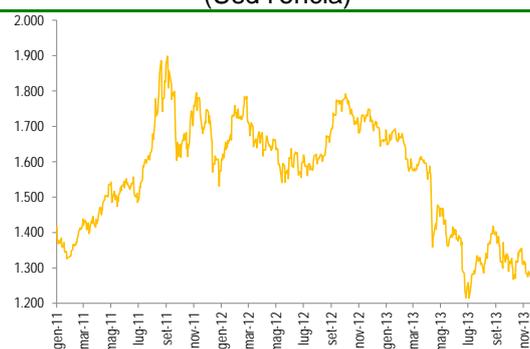
### Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,35. Il petrolio di qualità Brent quota \$111 al barile.

### Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro rimane sotto i 1.300 dollari l'oncia.

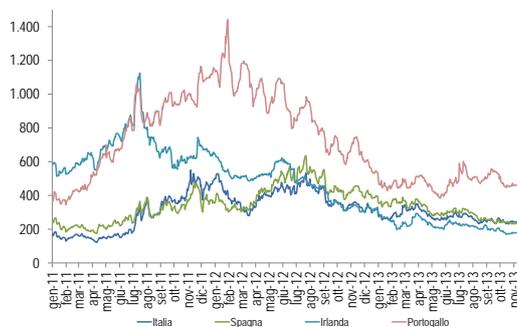
**Borsa italiana: indice Ftse Mib**



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib rimane sotto quota 19.000.

**Tassi dei benchmark decennali:  
differenziale con la Germania  
(punti base)**



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 438 pb per il Portogallo, 178 pb per l'Irlanda, 242 pb per la Spagna e 234 pb per l'Italia.

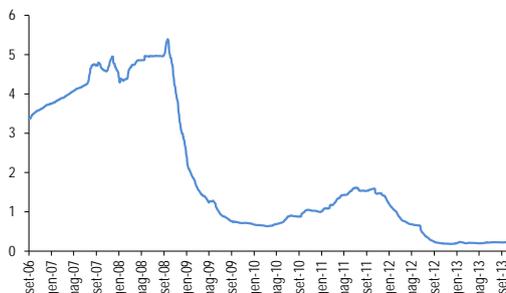
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana sale verso quota 1.800.

**Euribor 3 mesi  
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta stabile poco oltre 0,20%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

