ISSN: 2038-2111

Periodico
dell'Associazione
Italiana degli Analisti
e Consulenti Finanziari

rivista aiaf® online

N. 98
I / 2016
Trimestrale

Estate calda: banche, robot e la scommessa di Draghi e Yellen

A cura della Direzione

1. Emerging markets: la lezione dell'Argentina e la memoria corta dei mercati. Ci sono emittenti, in America Latina e non solo, che in due secoli hanno ripudiato o ristrutturato il loro debito più di dieci volte e che comunque riescono ogni volta a fare dimenticare il loro passato e a convincere qualcuno, a volte molti, a prestare loro soldi di nuovo. E' quanto è successo lunedì 18 aprile in Argentina quando il Paese, finora la pecora nera dei mercati finanziari, è stato investito da richieste per oltre 50 miliardi di dollari per la prima emissione dei Tango bond dopo l'accordo con i creditori e l'Ok del tribunale di New York. Al solito, è stato un po' di belletto e un tasso più alto (il 9 per cento) e il gioco è fatto. Presto buona parte di questi titoli finirà in prodotti finanziari sofisticati al servizio di istituzioni e privati a caccia di rendimenti nella stagione dei tassi zero. E gli appelli alla prudenza finiranno nel dimenticatoio. In un certo senso è giusto che sia così. Se la memoria fosse più robusta nessuno comprerebbe i Bund tedeschi che, come ha notato Alessandro Fugnoli, "in un secolo ha fatto default dopo una guerra, ha azzerato il valore del risparmio con l'iperinflazione e poi, dopo un'altra guerra, ha fatto una riforma monetaria intelligente che è però costata ai suoi cittadini, attraverso mezzo secolo di patrimoniale, metà della loro ricchezza".
2. Il nervosismo di Wolfgang Schaeuble è una delle note dominanti della primavera. Con coerenza degna di miglior causa il Ministro delle Finanze di Berlino insiste a pretendere il rispetto dell'accordo siglato l'estate scorsa in Grecia, contro l'opinione del Fondo Monetario, nonostante l'intesa poggi su ipotesi irreali come la richiesta di realizzare privatizzazioni per 50 miliardi entro l'anno: sarà quasi impossibile raccogliere un decimo della cifra. Nel frattempo herr Schaeuble ha attaccato a testa bassa la decisione della Bce di continuare nella politica dei tassi bassi, senza esitare di fronte ai rendimenti negativi. Un attacco scomposto cui ha risposto anche il presidente della Bundesbank Jens Weidmann, schieratosi per l'indipendenza della banca centrale. Scelta comprensibile anche perché Weidmann aspira a succedere nel 2019 a Draghi. Meno comprensibile che una vecchia volpe come Schaeuble si sia infilato in una polemica perdente. La ragione, probabilmente, è solo politica: l'economia e la moneta, in questo caso, sono passati in secondo piano. La tenuta elettorale di Cdu-Csu dipendono dal consenso delle potentissime Casse di Risparmio, espressione del sottobosco politico che ha ben poco da invidiare alla mala governance che emerge da alcune (non poche) banche italiane. Per giunta. Le assicurazioni vita, altro sostegno della maggioranza, non sembrano più in grado di sostenere i rendimenti pattuiti (l'1,75%) con i futuri pensionati.
3. Le preoccupazioni di Berlino potrebbero riscuotere più comprensione se, per l'ennesima volta, la Germania non avesse messo a segno un nuovo record della bilancia commerciale, che ha chiuso con un surplus del 9,1% il primo trimestre, tre punti abbondanti sopra quanto previsto dagli accordi europei. Lo sbilancio continua a mettere a serio rischio gli equilibri tra le economie dell'Eurozona. Diverso sarebbe, nota Martin Wolf sul Financial Times, se la

In questo numero:

In una fase di rapida evoluzione delle professioni, AIAF deve assumere anche il ruolo di Financial School aperta a tutti i professionisti consapevoli del salto di qualità necessario per rispondere al mercato.

Il **Presidente Paolo Balice** spiega in un'intervista la strategia alla base dell'apertura ai consulenti finanziari.

Giovanni Bottazzi continua a seguire le alterne vicende del Ttip, il trattato transatlantico sui commerci che riserva continue (e sgradite) sorprese.

Intanto, dopo i Panama Papers, merita prestare attenzione ad un'altra sigla: Beps, ovvero il progetto anti-evasione internazionale. **Paolo Besio** ci introduce negli sviluppi del piano già avviato che ha preso il via in sede OCSE.

Al Questionario MiFID è delegata la funzione fondamentale di dare un giudizio sulla propensione al rischio degli investitori. La missione, nei fatti, è sostanzialmente fallita, come confermano le recenti vicende di Popolare dell'Etruria. Perché non chiedere il supporto dell'analisi grafologica si chiedono **Alfonso Scarano e Pietro Chinaglia**? Sembra un'idea singolare ma non lo è. Del resto, in occasione del prossimo aumento di Popolare di Vicenza sarà chiesta ai sottoscrittori una dichiarazione di proprio pugno.

L'*impact investing* delle decisioni di investimento non è stato ancora oggetto di analisi adeguata in Italia: **Andrea Casadei e Federica Cembali** affrontano il tema. Il team di EticaNews, da questo numero, offre una serie di segnalazioni sul mondo, in costante ebollizione, della *social responsibility*.

Emanuela Fusa illustra le novità OCSE in materia di *transfer pricing*.

Infine, l'analisi tecnica, curata dal team di

Segue a pag. 2

Estate calda: banche, robot e la scommessa di Draghi e Yellen

Germania riversasse il surplus presso i vicini, favorendo con i propri risparmi il rilancio delle economie. Ma Berlino, che continua ad inseguire il mito dell'azzeramento del debito (obiettivo assurdo, a fronte di tassi debitori negativi o quasi) rinuncia persino a riparare le strade della stessa Germania che in alcuni punti fanno concorrenza alle disastrate vie di Roma. Un bel regalo che potrebbe essere fatto in contanti o acquistando titoli di Stato al momento dell'emissione e non sul mercato secondario come avviene oggi. Sarebbe una mossa disperata, un po' come aprire le chiuse di una diga per evitare il crollo. Ma l'Unione Europea di oggi assomiglia ad una diga che rischia di crollare sotto il peso delle pressioni interne ed esterne mentre i leader perdono il tempo a litigare sui dettagli o a dividersi su questioni di principio: per Schaeuble è meglio una quota tassa sui carburanti che aprire una finestra sugli eurobond per affrontare l'emergenza migranti. In un quadro come questo, la proposta (o la minaccia) dell'*helicopter money* ha un chiaro sapore politico. Vediamo perché.

4. Nelle riunioni del Fondo Monetario a Washington Mario Draghi ha espresso con particolare enfasi la necessità di "un'azione determinata dei governi" a favore di una "composizione delle politiche fiscali più orientata alla crescita, dando la priorità agli investimenti pubblici e alla riduzione del peso delle tasse sul lavoro". E se i Governi non si muoveranno, la Banca Centrale dovrà azionare l'arma del denaro a pioggia, invadendo il terreno della politica fiscale e mettendo così di fronte al fatto compiuto leader politici timidi, non all'altezza della sfida dei tempi. Di tutto questo non si è parlato, probabilmente, nell'ultimo direttorio della Bce alla vigilia del decollo dei nuovi prestiti Ltro che le banche dovrebbero girare alle imprese per riattivare il ciclo dello sviluppo. La misura è senz'altro positiva, così come lo sono gli acquisti "rinforzati" dei titoli di Stato (da 60 a 80 miliardi mese) che da questo mese riguardano anche i bond delle imprese. Ma queste misure, combinate con i tassi negativi sui depositi presso Francoforte per scoraggiare il parcheggio dei quattrini di banche ed assicurazioni, non saranno sufficienti a riattivare la cinghia di trasmissione "Bce-banche-famiglie/imprese" necessaria per far arrivare i quattrini all'economia. "Mentre la ripresa economica è proseguita a ritmi diversi nei vari Paesi dell'area dell'euro – nota la Bce – gli sforzi volti a sostenere l'offerta e aumentare la capacità di tenuta delle economie sono stati generalmente limitati". Ecco perché la liquidità, pur abbondante, non entra in circolo nonostante i risparmi rendano sempre meno: per far ripartire domanda ed inflazione occorre una terapia d'urto, che nei fatti invada il terreno della politica.

5. Nel prossimo futuro, del resto, i Paesi più indebitati avranno in mano un'arma potentissima, seppur a termine. Da oltre un anno la Banca d'Italia compra sul mercato, in media, circa otto miliardi al mese di titoli di Stato del proprio Paese in esecuzione del mandato della Banca Centrale Europea. Da questo mese, ha sottolineato Federico Fubini sul Corriere della Sera, "il ritmo degli acquisti accelera da 60 a 80 miliardi al mese per l'area euro e per l'Italia salirà a circa 9 miliardi al mese in titoli sovrani. Entra così pienamente in azione una forza che rende la finanza pubblica meno difficile da gestire, perché la Banca d'Italia alla fine del 2017 finirà per detenere debito pubblico del Paese per (almeno) 215 miliardi di euro. È molto più di quanto investono in debito pubblico le famiglie italiane, più di quanto detengano le compagnie assicurative". Inoltre, la Bce si è impegnata a far reinvestire in nuovi titoli sia quelli che scadono che i relativi proventi degli interessi versati dai governi: per la Banca d'Italia ciò equivale ad acquisti di titoli del Tesoro per altri sette miliardi. Si profila così uno scenario alla giapponese, nazione in cui la Banca Centrale detiene quasi il 50 per cento del debito. Intanto sia le famiglie che

Alessandro Magagnoli, Claudia Cervi e Mauro Rotunno. La straordinaria volatilità di inizio anno ha riportato in primo piano l'AT, oggetto di uno dei corsi brevi di AIAF Formazione.

Il supplemento della Rivista è dedicato agli studi di **Marcello Bredice**, summa preziosa per seguire il dibattito su banche, moneta e rapporti, sempre più complessi e delicati tra l'Italia e Bruxelles, investita da più focolai di crisi: la crisi economica, la spaccatura emergente tra i malumori della Germania, insofferente dei bassi tassi di interesse, e le scelte di Mario Draghi, necessarie per evitare il collasso dell'Eurozona. Un esame di coscienza non ideologico ma problematico che abbiamo deciso di proporre ai lettori ripubblicando, assieme all'ultimo capitolo, i precedenti lavori del socio, che ringraziamo.

rivista aiaf online

Fondata nel 1991
Direttore responsabile
Ugo Bertone

Comitato Redazionale
Alberto Borgia (Consigliere delegato)
Franco Biscaretti di Ruffia,
Giovanni Bottazzi, Andrea Dell'Aquila,
Emanuela Fusa, Andrea Gasperini,
Paolo Guida

Sommario

Editoriale	Estate calda: banche, robot e la scommessa di Draghi e Yellen *A cura della Direzione*	1
Vita Associativa	Panel Strategist	7
Intervista a Paolo Balice	AIAF, palestra di qualità per la finanza italiana. Strategica l'apertura ai consulenti *A cura della Direzione*	11
Trattati internazionali	TTIP, la trasparenza non abita qui. E spunta il Ceta, arbitro pro Usa di *Giovanni Bottazzi*	13
Trattati internazionali	Decolla il progetto Beps, l'arma degli Stati contro nuovi Panama Papers di *Paolo Besio*	19
Governance e Regole	Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale di *Alfonso Scarano* e *Piero Chinaglia*	27
Finanza Sostenibile	Responsabilità sociale e investimenti: quanto pesa l'impatto sociale di *Andrea Casadei* e *Federica Cembali*	39

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 20 aprile 2016

Editore
AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti
Corso Magenta, 56, 20123 Milano
Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652
www.aiaf.it – info@aiaf.it

Progetto grafico Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione
Service provider: Wellnet srl—Piazzale L. Cadorna, 13 Milano—sito internet: http://www.aiaf.it

Abbonamento annuale 2016 (RIVISTA AIAF on line con i Quaderni online aperiodici, Atti dei Convegni in formato pdf. e password per visionare anche altre pubblicazioni on line) alla tariffa annua di Euro 100,00 (esente IVA), Quaderni arretrati Euro 10,00

Reg.Trib.MI n. 76 – 20/02/2009
©Copyright 2016 AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

Sommario

Finanza Sostenibile	L'ESG nel mondo: l'attualità *social responsible* vista da Etica News A cura di *ETicaNews*	43
Bilanci e Governance	La regola d'oro per un bilancio chiaro, vero e corretto di *Bruno Ricci*	50
Finanza e Fisco	Transfer Pricing e beni Intangibili, le novità dell'OCSE di *Emanuela Fusa*	51
Analisi Tecnica	Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati di *Alessandro Magagnoli, Claudia Cervi e Mauro Rotunno*	55
Supplemento alla Rivista	**Italia ed Euro: Banche, moneta e regole** di *Marcello Bredice*	

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 20 aprile 2016

Editore
AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti
Corso Magenta, 56, 20123 Milano
Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652
www.aiaf.it – info@aiaf.it

Progetto grafico Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione
Service provider: Wellnet srl—Piazzale L. Cadorna, 13 Milano—sito internet: http://www.aiaf.it

Abbonamento annuale 2015 (RIVISTA AIAF on line con i Quaderni online aperiodici, Atti dei Convegni in formato pdf. e password per visionare anche altre pubblicazioni on line) alla tariffa annua di Euro 100,00 (esente IVA), Quaderni arretrati Euro 10,00

Reg.Trib.MI n. 76 – 20/02/2009

©Copyright 2015 AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

banche ed assicurazioni, sotto la pressione dei regolatori e delle agenzie di rating, stano riducendo lo stock. E gli investitori esteri ormai detengono solo il 39% dei titoli del Tesoro, uno dei livelli in assoluto più bassi d'Europa. La Bce e la Banca d'Italia oggi aprono una finestra. Solo l'Italia può approfittarne, oppure no.

6. Come? L'obiettivo finale non può che essere quello di ridurre la spesa in parallelo al calo della pressione fiscale. Ma non occorre avere una sfera di cristallo per prevedere che nei prossimi mesi, segnati da aspre contese elettorali, di tagli alle spese non se ne faranno mentre si profila da parte di Matteo Renzi la tentazione per premere su Bruxelles, con il consenso della Bce, per un salto di qualità della politica monetaria (già accomodante) e fiscale. Secondo le linee illustrate al Fmi dall'economista Adain Turner e descritto in uno studio presentato al Fondo Monetario: "L'Helicopter money, con cui intendiamo un aumento dei deficit di bilancio, può in alcune circostanze essere l'unico modo per stimolare la domanda nominale, e può portare con sé meno rischi per la futura stabilità finanziaria rispetto alle politiche tradizionali". Ma, aggiunge lo stesso studioso, "sarà una politica efficace solo se siamo certi che si trasformerà in un aumento della produzione reale e se riteniamo che un aumento del tasso di inflazione è di per sé desiderabile".

7. Lasciamo da parte gli scenari futuribili per una previsione a breve-medio, consapevoli che in questo campo, anche le menti più raffinate possono fare cattive figure. Lo conferma la mole degli articoli e dei report che, a partire dallo scorso dicembre, hanno vaticinato il tracollo della Cina, la fuga inesorabile dagli Emergenti sotto la pressione delle difficoltà politiche in Brasile e Sud Africa e così via. In attesa delle sciagure prossime venture: il Brexit, foriero di disastri e il tracollo delle banche (specie italiane) sotto la minaccia dei bail-in, in realtà, i tanti disastri sono stati evitati grazie all'azione delle Banche Centrali, a partire dalla Federal Reserve che ha operato non solo a sostegno dell'economia Usa ma anche della Cina, favorendo la difesa dello yuan. Tecnicamente è stato un piccolo capolavoro. Il mondo è salvo un'altra volta, anche se dovrà usare bene il tempo che ha guadagnato se non vorrà ritrovarsi presto al punto di partenza. Nel frattempo, Janet Yellen non si muoverà più di qui a novembre, salvo terremoti geopolitici imprevisti: la regola non scritta della policy della Banca Centrale suggerisce di astenersi da interventi in vista delle elezioni presidenziali. Soprattutto quest'anno: nel fronte repubblicano sia Donald Trump che Ted Cruz teorizzano addirittura la scomparsa della Fed mentre un'affermazione tra i democratici di Bernie Sanders potrebbe sconvolgere sia il sistema bancario che Wall Street.

8. Dopo mesi vissuti assai pericolosamente sul fronte del credito anche l'Italia deve sperare che i protagonisti della scena finanziaria, a partire dal retail, abbiano la memoria corta. Dopo l'intervento di Atlante, infatti, sarà necessario l'afflusso di capitali da parte dei risparmiatori, attraverso i fondi o altri investitori istituzionali, ma anche in via diretta. Altrimenti i quattrini raccolti da Atlante finiranno presto. Ma il sistema dovrà vincere una doppia sfida:

   1. assorbire una parte rilevante delle sofferenze, favorendo un aumento del loro prezzo, nonostante la furibonda ostilità di una parte degli investitori stranieri che già assaporavano una lunga serie di acquisti a prezzo di saldo;

   2. per riuscirci sarà vitale accelerare i tempi delle liquidazioni fallimentari, come auspicato da tempo. Ma sarà difficile, anche dopo l'approvazione della legge, passare dalle parole ai fatti. Solo poche settimane fa una parte consistente del mondo politico (non solo d'opposizione) è insorto contro "l'ennesimo regalo alle banche" a danno dei mutuatari insolventi o dei debiti di aziende zombie. Davvero il governo tirerà dritto in epoca di elezioni? Nel frattempo sarà necessario che in materia di governance bancaria emergano segnali di discontinuità: azioni di responsabilità per le gestioni passate, ma anche un taglio netto ai cda delle capogruppo e delle controllate. E' possibile attendersi un gesto efficace?

9. Chiudiamo con una nota d'ottimismo. La corporate Italia sostenuta dalla ripresa dei consumi, mostra segnali di ripresa. Lo conferma l'analisi di Nomisma che ha passato ai raggi X i conti di fine anno di tutte le società del Ftse Mib (con l'eccezione di Mediobanca che chiude l'anno fiscale al 30 giugno). I ricavi aggregati si attestano a 606,5 miliardi di euro segnando ad onor del vero un lieve calo (-1,3%) rispetto all'anno fiscale precedente. Ma al netto dei risultati delle tre società legate al settore petrolifero – Eni, Saipem e Tenaris, il cui fatturato è diminuito del 24,8% –

Estate calda: banche, robot e la scommessa di Draghi e Yellen

la performance è molto incoraggiante: i ricavi complessivi *non-oil* sono cresciuti del 4%, attestandosi a 520,9 miliardi di euro, Sono cresciuti più del 25% i ricavi di Yoox Net-a-Porter, Anima Holding, Azimut, Banca MPS e Moncler (nell'ordine), più del 10% quelli di FCA, Luxottica, Banca Mediolanum e STMicroelectronics. Dall'altro lato, oltre alle società *oil-dependent*, hanno registrato una contrazione del volume d'affari UnipolSai, Unipol, Telecom, CNH Industrial, A2A, Ubi Banca, Unicredit, Enel Green Power ed Enel (negli ultimi tre casi le variazioni sono state inferiori al punto percentuale). Anche l'Ebitda al netto del tracollo del settore oil (-36,8%) è in crescita a tassi sostenuti: Moncler (+28,8%), Prysmian (+22,4%), Campari (+21,3%) Finmeccanica (+18,9%) e Luxottica (+18,8%) – anche se la *best-in-class* è decisamente Yoox Net-a-Porter con +47,5%. Fortissimo miglioramento del risultato di gestione operativa per il settore bancario (+38,6%) e finanziario in generale (+30,8%).

10. Le premesse per ripartire non mancano. Ed è una buona notizia per la comunità finanziaria, costretta a tentare una sorta di quadratura del cerchio: difendere la redditività del sistema ai tempi degli interessi bassi o negativi e di una crescita economica che in assenza di investimenti, che ci sia l'elicottero di Ben Bernanke o meno, difficilmente andrà oltre l'1.2-1,3%. E' necessario, perciò, agire sul fronte dei costi, anche attraverso l'economia digitale, il Fintech, e i robot advisor, croce ma anche opportunità degli analisti e dei consulenti finanziari. Sì, come hanno anticipato i premi al cinema italiano, si è aperta la stagione dei Jeeg Robot.

(riproduzione riservata)

Panel Strategist

Il Portfolio, Aprile 2016

Commento alla view 2Q16

Il consenso in aprile ha limato il giudizio di positività sull'azionario giapponese da positivo a leggermente positivo, premiando invece l'*equity* emergente, per il quale la *view* è passata da neutrale a leggermente positiva.

A livello obbligazionario restano (ostinatamente) negativi i giudizi sui governativi americani e dell'Area Euro, con un miglioramento della *view* sui *corporate* europei, complice la BCE che ha esteso il *quantitative easing* a questo tipo di emissioni, e sui bond dei Paesi emergenti, per i quali sta migliorando lo scenario se non in ottica macroeconomica, quanto meno sotto il profilo delle valutazioni.

Infine, a livello valutario, il giudizio del consenso sul cambio €/YEN è passato da neutrale a positivo per l'euro a scapito della valuta giapponese.

Le stime sono risultate piuttosto eterogenee: in nessuna *asset class* c'è stata unanimità di giudizio e la maggiore dispersione è stata registrata sull'*equity* emergente.

View	APR.16	GEN.16	Variazione	View	APR.16	GEN.16	Variazione	View	APR.16	GEN.16	Variazione
Equity USA	0	0		Bond USA gov.	-	-		Money Mkt EUR	0	0	
Equity EUR	+	+		Bond USA corp.	0	0		€/$	0	0	
Equity ITA	+	+		Bond EUR gov.	-/2	-/2		€/YEN	+	0	↑
Equity JPN	+/2	+	↓	Bond EUR corp.	+	+/2	↑	Oil	+/2	+/2	
Equity BRICs	+/2	0	↑	Bond ITA gov.	+/2	+/2		Gold	0	0	
				Bond E.M.	+	0	↑				

Legenda: + *Positivo* +/2 *Debolmente positivo* -/2 *Debolmente negativo* - *Negativo* 0 *Neutrale*

Commento al portafoglio ottimizzato 2Q16

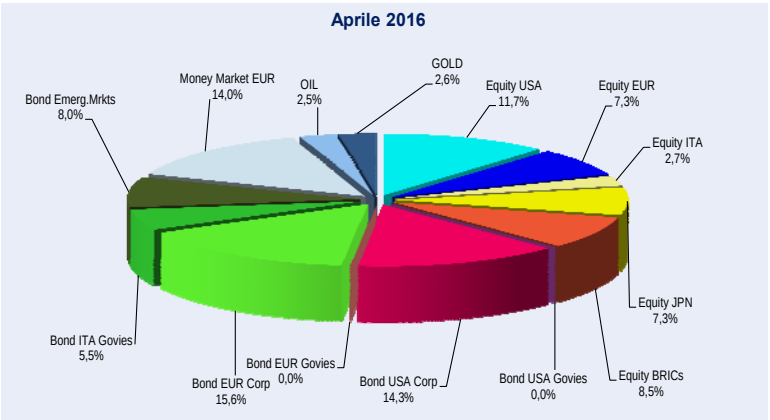
L'ottimizzatore continua a privilegiare i *corporate bond* sia europei, sia americani, con i primi suffragati anche dalla *view* positiva degli *strategist;* una significativa sovraesposizione rispetto al *benchmark* è suggerita anche per quanto riguarda i bond governativi italiani e dei mercati emergenti, fra l'altro i pochi rimasti a fornire un *carry* non irrilevante in questo contesto di rendimenti a zero o negativi.

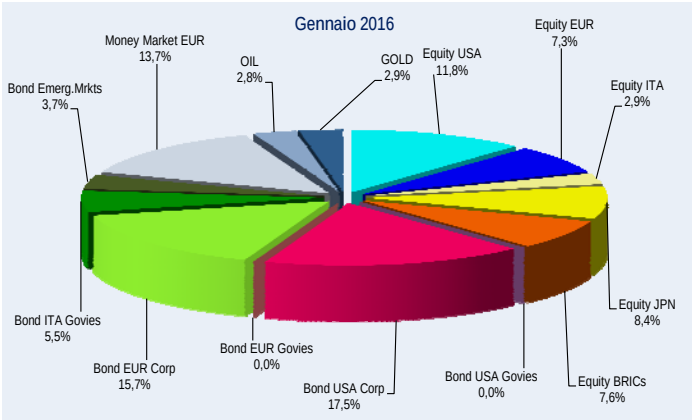
L'esposizione complessiva ai mercati obbligazionari è pari al 43.5% per il portafoglio ottimo, a fronte del 40% previsto dal *benchmark*.

In merito alla componente azionaria, pur in una cornice di sottopeso complessivo (37.5% vs. 40%), tuttavia l'*equity* euro riesce a mantenere una certa sovraesposizione, a dispetto dell'elevata volatilità in particolare del settore bancario, che soprattutto in Italia, attraversa una fase di elevata incertezza.

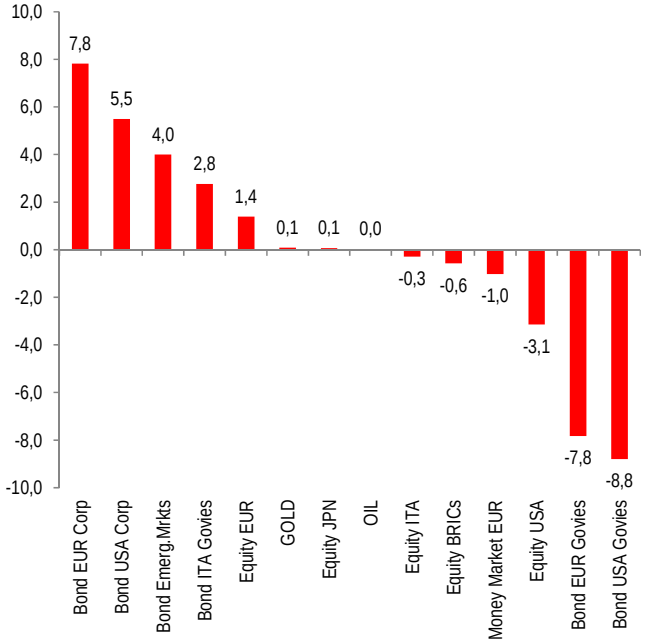
A livello aggregato il portafoglio ottimo mostra un rendimento atteso del 3.08% rispetto al 2.19% del benchmark, con una volatilità *ex-ante* del 6.04%, comunque inferiore al 6.09% anticipato per il *benchmark.*

Global Asset Allocation





Medium Risk



AIAF PORTFOLIO OPTIMIZATION								
12-apr-16	BNCHMK	OPTIMAL	DELTA	VIEW	EXP. RET.	POND. EX.RT. BMK	POND. EX.RT. PORT.	
Equity USA	14,81	11,67	-3,14	0	0,00%	0,00%	0,00%	Run Optimization
Equity EUR	5,94	7,34	1,39	+	9,76%	0,58%	0,72%	
Equity ITA	2,97	2,69	-0,28	+	11,62%	0,35%	0,31%	
Equity JPN	7,21	7,27	0,07	+/2	7,51%	0,54%	0,55%	
Equity BRICs	9,07	8,49	-0,58	+/2	6,85%	0,62%	0,58%	
Bond USA Govies	8,80	0,00	-8,80	-	-3,41%	-0,30%	0,00%	
Bond USA Corp	8,80	14,29	5,50	0	0,00%	0,00%	0,00%	
Bond EUR Govies	7,82	0,00	-7,82	-/2	-2,02%	-0,16%	0,00%	
Bond EUR Corp	7,82	15,65	7,82	+	1,83%	0,14%	0,29%	
Bond ITA Govies	2,76	5,52	2,76	+/2	2,60%	0,07%	0,14%	
Bond Emerg.Mrkts	4,00	8,00	4,00	+	3,49%	0,14%	0,28%	
Money Market EUR	15,00	13,98	-1,02	0	0,00%	0,00%	0,00%	
OIL	2,50	2,52	0,02	+/2	8,35%	0,21%	0,21%	
GOLD	2,50	2,58	0,08	0	0,00%	0,00%	0,00%	
	100,00	100,00				2,19%	3,08%	
Equity	40,00	37,46	-2,54					
Bond	40,00	43,46	3,46					
Money-market	15,00	13,98	-1,02					
Commodities	5,00	5,10	0,10					
	100,00	100,00						
EUR	42,32	45,17	2,85					
USD	50,47	47,56	-2,92	0	0,00%			
JPY	7,21	7,27	0,07	-	-4,14%			
	100,00	100,00						
Expected Return:	2,19%	3,08%						
Volatility:	6,09%	6,04%				Free Risk Rate:	-0,43%	
Absolute VAR (95%):	-10,01%	-9,94%						
Port. Sharpe Ratio:	0,43	0,58						
Probab. rendimento >=0%		69,5%						
Information Ratio:		2,90						
Tracking Error:		0,30%						
Relative Portf. VAR (95%):		-0,50%				Time Horizon (# of weeks):	52	

Modello di ottimizzazione

Commento performance 1Q16

Il portafoglio ottimizzato ha registrato un ritorno del 3.49% fra il 22 gennaio e l'8 aprile, circa 9bps meno del benchmark (3.58%), in un contesto di volatilità estremamente elevata. Ancora una volta ha depauperato la *performance* il giudizio di negatività sui *bond* governativi americani ed europei che ha impedito all'ottimizzatore di prendervi posizione: la mancanza di esposizione alle due *asset class* ha comportato, in relativo rispetto al *benchmark*, una perdita di ben 40bps complessivamente. Lo scorso trimestre hanno pesato in negativo anche la sottoesposizione all'azionario USA e dei mercati emergenti e la concomitante sovraesposizione all'*equity* Euro e Giappone. In ogni caso il portafoglio modello, grazie all'ottimizzazione, è riuscito a limitare le perdite in virtù della forte sovraesposizione ai *corporate bond* sia europei sia statunitensi, che insieme hanno contribuito con ben 57bps di *overperformance* relativa. È stato inoltre premiante il sovrappeso sul petrolio e sui *bond* governativi italiani.

Hanno partecipato al Panel Strategist

Anima
Arca SGR
Banca Cesare Ponti
Banca Passadore & C.
Cassa Lombarda
Fideuram SGR
Franklin Templeton Italia SIM
Intesa Sanpaolo
JP Morgan Asset Management
Kairos Partners SGR
MPS Capital Services
Schroders Italy SIM
TenderCapital
Vontobel Asset Management SA

La metodologia adottata per la definizione dell'Aiaf Portfolio

- Viene definito un benchmark, calcolato ponderando i pesi dell'indice Morgan Stanley Capital International per la parte azionaria, e del JPM Global Bond per la parte obbligazionaria (senza ponderazione per la duration).
- I profili di rischio (low, medium, high risk) sono stabiliti a priori attraverso "pesi benchmark" (i.e. medio rischio: 40% equity, 40% bond, 15% money market, 5% commodities).
- Il processo di calcolo del portafoglio ottimizzato è quello suggerito in letteratura da Markowitz con modifiche di tipo Black-Litterman (intervento sull'expected return atteso) e si basa sulla costruzione della matrice di varianze e covarianze delle asset class presenti in portafoglio.
- Le serie storiche dei prezzi delle asset class sono osservazioni settimanali degli ultimi tre anni.
- L'*expected return* può essere calcolato come:
  - media storica di tutte le *asset class*
  - media storica per aggregati (equity, bond, ecc.)
  - media storica per singola asset class
  - **attraverso l'utilizzo di altri modelli si stima il *fair value* per le singole *asset class***. Quest'ultimo è il metodo più efficace (ovviamente è tanto più efficiente, quanto più corrette sono le stime). **Nel nostro modello utilizziamo i dati medi ottenuti da tutti gli *Strategist* del *Panel***.
- L'ottimizzatore imposta come obiettivo **la massimizzazione dello *sharp ratio*** (rapporto fra la differenza tra l'*expected return* del portafoglio e il *risk free*, e la volatilità del portafoglio stesso) sotto i seguenti vincoli: vettore dei pesi >=0, somma dei pesi = 100% (non è prevista alcuna posizione *short*), massimo *overweight* sulle singole asset class 100%, Relative Portfolio VAR (95%) massimo dell'1.5% (quest'ultimo vincolo è necessario nel caso si voglia avere un *tracking error* contenuto). Tutti i valori statistici sono annualizzati (orizzonte temporale di dodici mesi).
- La gestione del cambio non è considerata nel processo di ottimizzazione.

Le statistiche del Model Portfolio

A livello di portafoglio aggregato vengono calcolati e comunicati i seguenti dati statistici:

- **Volatility**: è la volatilità ponderata del portafoglio.
- **Absolute VAR**: è il *Value At Risk* assoluto, cioè la perdita massima potenziale stimata al 95% di probabilità.
- **Sharpe Ratio**: rapporto fra la differenza dell'*expected return* e del *risk free* e la volatilità.
- **La probabilità di avere un rendimento >0**.
- **Tracking Error**: deviazione dal *banchmark* intesa come *standard deviation* della differenza di *performance*.
- **Information Ratio**: Overperformance del portafoglio sul benchmark/ Tracking Error.
- **Relative portfolio VAR**: scostamento dalla *performance* del *benchmark* stimato al 95% di probabilità.

Disclaimer

Questo Portfolio non costituisce un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di alcun titolo, né vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione in termini di investimento.

L'AIAF non assume alcuna responsabilità per la perdita o per i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio di questo Portfolio o delle informazioni ivi contenute.

Associazione Italiana degli Analisti
e Consulenti Finanziari

20123 milano – corso magenta, 56
tel. +39 0272023500 r.a.
fax +39 02 72023652
http://www.aiaf.it - info@aiaf.it



di Paolo Balice*

AIAF, palestra di qualità per la finanza italiana. Strategica l'apertura ai consulenti

"Crediamo sia giunto il momento di valorizzare nei confronti dei consulenti finanziari di alto profilo la caratteristica che da sempre caratterizza AIAF: l'altissima competenza tecnica in campo finanziario". Così il Presidente Paolo Balice spiega le ragioni di un passaggio a suo modo storico: l'allargamento dell'Associazione ai "consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede", così come recita la legge che ha istituito l'Albo professionale. Al di là delle novità lessicali o del nuovo quadro normativo, emerge sempre più forte l'esigenza per un mercato finanziario evoluto di disporre di operatori sempre più preparati e professionali. E' un obiettivo strategico per il futuro del settore cresciuto mettendo assieme professionalità simili ma con storie diverse. Ma anche un appuntamento che porta AIAF a ribadire le radici dell'Associazione nell'analisi finanziaria come elemento indispensabile di caratterizzazione ed accreditamento presso il mercato come stimolo per condurre recenti battaglie per difendere il ruolo insostituibile degli analisti dinanzi allo sfilacciarsi nel corso degli anni dei legami "domestici" tra banche, borsa, società quotate ed investitori, per continuare quindi a candidare AIAF ad associazione di tecnici al servizio dello sviluppo del mercato dei capitali, pur in un contesto molto diverso dalla storica "*financial community*" milanese degli anni 70, nella quale nacque l'Associazione.

All'origine della riforma, secondo molti, c'è soprattutto l'esigenza di aumentare la vigilanza sui consulenti. E' d'accordo?

"Mi sembra una lettura incompleta. Io ci vedo molto di più: è diffusa nel settore l'ambizione di fare un salto di qualità in termini di competenze. Ma questa va supportata da contenuti e da processi di selezione dei partecipanti all'albo coerenti con questa ambizione".

Qual è il valore aggiunto che l'AIAF può offrire alla formazione di un consulente?

Innanzitutto una conoscenza operativa della finanza costruita in prima linea, una lunga storia di formazione non accademica ma costruita per insegnare l'esperienza fatta sul campo, un network internazionale con diplomi riconosciuti a livello mondiale, incluso il CIWM, il Diploma per i Wealth Managers.

Al di là delle esigenze culturali o professionali, esiste anche l'esigenza della categoria ad essere rappresentata in sede istituzionale comprese le operazioni di lobbying necessarie?

L'AIAF dialoga da sempre con le istituzioni. Per quanto riguarda la tematica del nuovo Albo unico, l'Associazione è in stretto contatto con la Consob e il Mef, oltre che con le rappresentanze degli altri operatori del settore. In particolare, per quanto riguarda la tematica del cosiddetto consulente autonomo, l'AIAF ha senz'altro le carte in regola per rappresentare questa categoria. Credo però non sia opportuno alzare barriere in una fase di trasformazione come quella attuale. Tutti i professionisti devono vedere in AIAF un'associazione e una *financial school* aperta a chi non cerca solo una rappresentanza "sindacale o corporativa" ma un luogo dove fare un salto di qualità nella propria preparazione, grazie alla partecipazione a corsi ed eventi specialistici piuttosto che a gruppi di lavoro o all'attività delle commissioni. L'AIAF può offrire un effettivo valore aggiunto.

In che modo? Possiamo fare un esempio?

Proviamo ad immaginare le esigenze dei clienti più *demanding* ad un consulente finanziario di alta fascia, ai consulenti finanziari. Credo che se un imprenditore si trovasse di fronte un professionista che, oltre a consigliargli un fondo di investimento o una gestione adeguata, fosse informato sullo stato dell'arte dei "*mini bond*" o capace di muoversi sul terreno dell'analisi di bilancio, avrebbe immediata percezione della qualità del suo interlocutore, con ricadute positive per entrambi. E qui la formazione garantita dall'AIAF può davvero avere un grande peso.

* Socio Aiaf dal 1989, Presidente AIAF, responsabile per il centro Italia della divisione Wealth Management di Azimut

AIAF, palestra di qualità per la finanza italiana. Strategica l'apertura ai consulenti

Ma quale ruolo può avere l'AIAF in vista dell'Albo unico? Può essere un punto di riferimento per la Consob?

Sicuramente AIAF può dire la sua sul fronte delle nuove competenze professionali del consulente finanziario. Questa figura deve accrescere il proprio spessore professionale, soprattutto nei confronti della fascia alta della clientela, allontanandosi da una visione prettamente distributiva dei prodotti. In un mondo a tassi zero come quello attuale occorre preoccuparsi di creare valore nell'attività di consulenza compensando i margini in calo dell'attività tradizionale dovuta proprio al calo dei tassi. Credo, a questo proposito, che l'Associazione possa contribuire a ridefinire i contenuti dell'esame e della preparazione relativa collegandoli a competenze oggi richieste in termini di *wealth planning* e di selezione di gestori. Per esempio non basta in quest'ultimo caso "aprire" una architettura: occorre avere le informazioni e gli strumenti per governare adeguatamente le scelte di *asset management*.

In questi anni la professione di analista finanziario ha vissuto molti cambiamenti, oltre ad una crisi di posizioni tradizionali (vedi banche, uffici studi). L'apertura ai consulenti aggiunge qualcosa alla professione oppure ha ragione chi sostiene che così si "svilisce" la presunta nobiltà dell'Analista?

Abbiamo fatto in questi anni le nostre battaglie per gli analisti finanziari non solo in Italia: siamo andati a Londra a parlare con gli analisti italiani che seguono da lì la Borsa Italiana. Abbiamo operato per valorizzare il ruolo della categoria sia riscrivendo le basi di analisi tramite la *Definition Guide* (adottata anche a livello europeo dall'EFFAS) sia sollevando il problema dei molti titoli azionari italiani poco trattati e non coperti dagli analisti. Abbiamo anche lavorato per la conoscenza e lo sviluppo di nuovi strumenti, come i *mini bond*. Non è certo un caso che **CRIF sia nostro socio corporate.**

L'AIAF, insomma, si mantiene saldamente ancorata alle sue origini. Gli analisti finanziari sono una componente irrinunciabile di qualsiasi mercato. Ma non nascondiamoci la portata del cambiamento attraversato e spesso subito in questi anni. La perdita di centralità della Borsa di Milano sia come luogo fisico sia come identità nazionale ha cambiato lo scenario nel quale è nata l'AIAF negli anni 70. Però l'analista finanziario rimane un elemento di collegamento fondamentale tra gli emittenti da un lato e intermediari, investitori e *asset manager* dall'altro. La sostanziale scomparsa della storica *community* finanziaria milanese così come la globalizzazione e l'irruzione della comunicazione telematica e la globalizzazione sono temi centrali con cui ci si deve confrontare senza nostalgie anacronistiche o beghe corporative. Una parte della crisi del sistema finanziario italiano parte dallo sfilacciamento della filiera che dalle imprese e la borsa porta verso il risparmio finanziario.

AIAF ha combattuto e sta combattendo per ricostruire questa filiera, anche valorizzando i nuovi canali.

A proposito si parla tanto di "risparmio tradito". I consulenti sono la frontiera a più stretto contatto con il pubblico. Quale funzione possono avere a tutela del risparmio?

Non bisogna fare di tutta l'erba un fascio. Ma credo che, in assenza di loro partecipate o strutture dedicate alla gestione del risparmio, la contiguità nella stessa struttura distributiva della banca delle funzioni di collocamento e di consulenza porti inevitabilmente a conflitti di interesse. Certo, nel caso dell'azzeramento del valore delle obbligazioni subordinate in mano alla clientela delle quattro banche oggetto di parziale salvataggio il conflitto di interesse ha raggiunto il massimo, perché è stato sfruttato a piene mani il rapporto fiduciario senza evidenziare i rischi agli ignari risparmiatori delle obbligazioni subordinate: uno strumento forse da riservare a clientela istituzionale. E' evidente che gli organi istituzionali e di vigilanza coinvolti hanno sperato fino all'ultimo di poter risolvere il problema, basta guardare le dichiarazioni "rassicuranti" del Presidente dell'Abi alla giornata del risparmio ad ottobre 2015. Apprezzo lo sforzo di alfabetizzare i risparmiatori di cui si parla molto sui media ma se un ospedale non funziona fareste dei corsi di medicina ai pazienti? Meglio, mi permetta, un corso di formazione AIAF per i consulenti, i medici che operano alla frontiera del risparmio.

(riproduzione riservata)



di Giovanni Bottazzi*

TTIP, la trasparenza non abita qui. E spunta il Ceta, arbitro pro Usa

Con il 12° *round* le trattative procedono faticosamente

Come preannunziato dal calendario dei lavori, nei giorni dal 22 al 26 febbraio 2016 si è svolto a Bruxelles il 12° incontro dei negoziati per il TTIP. Disponiamo del consueto resoconto sintetico (*fact sheet*) stilato alla fine dei cinque giorni preventivati dal capo-negoziatore per la Commissione Europea I. G. Bercero[1]. Il comunicato, tre pagine abbondanti, è più ricco di quello redatto alla fine dell'incontro precedente di Miami (ottobre 2015) e fornisce qualche maggiore informazione sull'andamento dei lavori. Dà spazio ai tempi della comunicazione delle proposte, della loro ammissione all'ordine del giorno, della loro discussione, nonché della preparazione dei testi consolidati, che tuttora sono tenuti riservati al pubblico ed accessibili ai parlamentari solo fugacemente e con difficoltà.

Si forniscono anche indicazioni meno generiche circa i temi in discussione e si esprimono ancora una volta le rituali profusioni di fiducia nel progresso delle trattative verso un trattato ambizioso nei tempi sperati; fiducia peraltro non condivisa da un altro commissario della stessa Commissione, quello alle politiche agricole, Phil Hogan che, nel corso di un'audizione all'Europarlamento in proposito ha dichiarato: "il ritmo dei negoziati è stato molto deludente, abbiamo visto molto pochi progressi"[2].

La prima novità è che i lavori del 12° incontro non si sono conclusi in una settimana come previsto, ma sono proseguiti per altre due, tempi supplementari necessari per approfondire maggiormente la discussione in tutte le aree coperte dal negoziato: accesso al mercato, collaborazione dei regolatori, regole degli scambi.

Un'altra novità sta nel preannunzio di altre due tornate di negoziati da tenersi prima della pausa estiva, a conferma della decisa volontà di raggiungere obiettivi concreti entro l'anno. Infatti il termine dell'anno 2016 è visto come urgente per vari motivi: negli USA la scadenza naturale dell'amministrazione Obama e, in Europa, la tornata di consultazioni elettorali nel 2017 che renderebbero difficile portare avanti i negoziati in un clima sereno. Così, nonostante dichiarazioni ufficiali in senso contrario, qualcuno avanza l'ipotesi che per il corrente anno ci si dovrà accontentare di una versione ridotta del Trattato, rimandando ad un momento successivo le grandi ambizioni finora cullate, specialmente da parte degli USA[3].

Del resto, negli ultimi tempi il clima generale dei rapporti dei Paesi UE con gli Stati Uniti non ha favorito le trattative. Dopo il passato scandalo Datagate, quello dello spionaggio di personaggi pubblici europei da parte di un'agenzia USA, ha pesato quello rivelato dalle autorità USA delle auto diesel tedesche con motore truccato. Forse gioca anche un altro motivo di scontento: come vedremo, negli ambienti delle trattative del TTIP anche i tedeschi sono sottorappresentati, quasi al pari degli italiani.

Anche con l'Italia gli USA hanno dovuto superare uno screzio. Il 23 febbraio 2016 Wikileaks ha infatti rivelato il caso dello spionaggio da parte della NSA – *National Security Agency* – a danno del Capo del governo italiano in carica nel 2011, Silvio Berlusconi.

Continua la battaglia per la trasparenza

Depone in senso negativo verso il Trattato anche la mancata liberalizzazione informativa promessa nell'ottobre del 2015 dalla Commissaria al commercio Malmström. Grazie all'allestimento nelle varie capitali europee di sale di lettura specificamente attrezzate per garantire la riservatezza, sarebbe stato consentito ai parlamentari degli Stati dell'UE l'accesso ai testi consolidati come risultano al presente.

NOTE

* Socio Aiaf dal 1979, Funzionario di Direzione della Borsa Valori Italiana dal 1974 al 1994, autore di vari studi in argomento tecnico–finanziario.

1 Il testo del fact sheet è disponibile all'indirizzo: http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2016/february/tradoc_154325.pdf

2 V. http://www.ansa.it/europa/notizie/rubriche/altrenews/2016/03/08/ttip-hogan-ritmo-negoziati-deludenti-e-pochi-progressi_131949f4-4fbb-40cf-810d-5881c0fe13fd.html

3 Intervista all'europarlamentare Tiziana Beghin, da Il Deutsch Italia, v. http://www.ildeutschitalia.com/author/alessandro-brogani/

TTIP, la trasparenza non abita qui. E spunta il Ceta, arbitro pro Usa

Al momento attuale, però, si ha notizia dell'effettiva predisposizione di una tale sala solo in Germania. Infatti, i parlamentari tedeschi sono stati molto attivi ed hanno ottenuto la consultazione dei testi, sia pure con tutte le limitazioni richieste dalla Commissione e dagli USA; tanto da apparire come gli unici a rivendicare il diritto democratico all'informazione e quelli meglio preparati a difendere gli interessi dei cittadini europei. Non pare invece che i parlamentari italiani siano altrettanto interessati ad ottenere lo stesso obiettivo.

Forse non è un caso che proprio i tedeschi siano relativamente poco presenti nella macchina burocratica che porta avanti i negoziati del TTIP, quasi come gli italiani.

Di che cosa si è discusso?

Il resoconto dei lavori dei negoziatori nel loro 12° incontro riassume soltanto i 5 giorni canonici; quanto alle due settimane supplementari il documento tratteggia invece il ruolino di marcia. Qui di seguito un riassunto, con qualche nostro commento.

Si afferma che si sono fatti progressi su tutti e tre i pilastri del Trattato: accesso al mercato, collaborazione nella regolamentazione e regole del commercio. Il progresso fatto consiste nel porre sul tavolo, nella prima settimana aggiuntiva, le prime offerte significative sulle aree di accesso al mercato, servizi, tariffe e appalti pubblici, per poi discuterle in un testo nei tre giorni successivi. L'Europa è molto interessata ad ottenere occasioni di affari attraverso un miglioramento sostanziale di accesso agli appalti governativi negli Stati Uniti, a tutti i livelli di governo. Negli altri due incontri che seguiranno da qui a fine luglio, sempre a Bruxelles, si cercherà di produrre un testo consolidato sulle regole in tema di appalti, servizi e tariffe.

Le discussioni della prima settimana hanno riguardato due parti critiche del Trattato: la collaborazione alla regolamentazione e le regole del commercio.

Quanto alla **collaborazione normativa**, a valere per la conduzione del Trattato Transatlantico si sono stabiliti tre principi. Il primo è di rispettare il livello di protezione insito nelle rispettive legislazioni, nel senso che cooperazione è possibile solo ove il livello di protezione dei cittadini migliori o, quanto meno, rimanga invariato. Il secondo principio è che sono gli stessi regolatori - europei e statunitensi - a governare la collaborazione, ove per questo esista un comune interesse. Il terzo principio è che, qualunque cosa si decida a livello TTIP, dovrà essere completamente trasparente e rispettare l'indipendenza dei regolatori, non determinando mutamenti nel modo in cui sono regolate politiche pubbliche come la sicurezza alimentare o la protezione dell'ambiente. Valga un commento: si tratta di dichiarazioni veramente impegnative, che chiaramente accolgono le raccomandazioni dettate l'8 luglio 2015 dal Parlamento Europeo ai negoziatori per l'Unione. La loro messa in pratica è tutta da inventare.

Convinte che una collaborazione più stretta serva a ridurre gli ostacoli al commercio, entrambe le delegazioni hanno posto sul tavolo proposte di testo appunto per rifinire le idee di come creare nel TTIP con la facilitazione della collaborazione fra i regolatori un sistema che riduca i costi non necessari, sia nella manifattura sia nei servizi.

La collaborazione normativa copre anche gli standard, le certificazioni di conformità, le misure sanitarie e dei fitofarmaci, in tutto nove settori specifici, di cui in seguito. Si sono svolte utili discussioni sulle certificazioni di conformità delle auto per identificare come cooperare meglio, anche se i sistemi in essere sulle due sponde dell'Atlantico sono moto differenti, o come ridurre le duplicazioni inutili o i costi eccessivi delle certificazioni di conformità. Si sono avute utili discussioni in dettaglio sulle misure sanitarie e fitofarmaci (SPS).

Molto lavoro sulla collaborazione normativa anche su numerosi settori: mezzi di trasporto, chimica, cosmetici, ingegneria, tecnologia dell'informazione e della comunicazione, attrezzature mediche, pesticidi, farmaceutici e tessili. Sono in corso discussioni circa il settore dei servizi, per esempio per facilitare il riconoscimento reciproco delle qualificazioni professionali.

L'obiettivo è di ottenere un'intesa tra i regolatori che possa essere valida concretamente in ogni settore del TTIP. Per esempio, per il settore auto ci sono state discussioni dettagliate, caso per caso, per vedere quali requisiti tecnici possano portare a livelli comparabili di sicurezza. Si sono anche discusse idee sulla regolamentazione delle nuove tecnologie. Su alcuni di questi punti si potrebbe anche considerare di lavorare sulla base di una equivalenza, mentre su altri si potrebbe seguire l'idea dell'armonizzazione, restando sempre salvo e chiaro che ciò può verificarsi soltanto se il livello di protezione per i cittadini è mantenuto o rafforzato. Dopo le discussioni settoriali di questa

settimana dal prossimo *round* si comincerà a negoziare sulla base dei testi.

Nella settimana canonica si è discusso anche l'altro componente critico dell'accordo, quello delle **regole del commercio.** Per citare solo alcune aree, si sono svolte utili discussioni su competizione, dazi e facilitazioni commerciali, composizione delle dispute Stato contro Stato e piccole e medie imprese (SMEs). In particolare, si sottolinea il passo avanti fatto su due parti importanti, protezione degli investimenti e sviluppo sostenibile.

Quanto a Protezione degli investimenti, argomento molto complesso, in questo *round* si è discusso sulla base di proposte testuali. Infatti per la prima volta si è potuto trattare con la controparte USA la proposta europea per sostituire la clausola arbitrale denominata ISDS con quella denominata *International Court System*. Occorre qui un commento: anche questa proposta, accettata a fatica, accoglie le raccomandazioni del Parlamento Europeo del luglio 2015, che prevedono solo giudici togati, nominati per metà da ciascuna delle due controparti, sedute pubbliche e possibilità di appello contro le sentenze: una difesa minima della giustizia contro il chiaro tentativo di sottrarsi alla potestà delle magistrature ordinarie da parte delle società multinazionali, da cui alcune hanno patito pesanti sanzioni per cause intentate da privati consumatori.

Quanto allo Sviluppo sostenibile, si è discusso sulla base di proposte testuali che gli USA hanno posto sul tavolo in tema di lavoro e ambiente. Lo sviluppo sostenibile è una della aree del TTIP in cui si tende a definire di comune accordo uno standard molto elevato.

I due *team* di esperti si sono proposti di esaminare queste proposte nella prima settimana aggiuntiva, in attesa di mettere sul tavolo le proposte per gli appalti pubblici.

Sul capitolo relativo alla cooperazione nella regolamentazione assicura I. G. Bercero: "le trattative di questa settimana sono state buone su concorrenza, dazi doganali, e piccole e medie imprese". Invece, "quella delle indicazioni geografiche è una delle questioni più delicate di questi negoziati". Nello stesso senso vanno le dichiarazioni all'Europarlamento del Commissario Phil Hogan alla Politiche Agricole, che ricorda come qualsiasi intesa sia anche sottoposta al vaglio dei 28 Paesi e dell'Europarlamento. "Non ci sarà un accordo che diminuirà gli standard alimentari Ue e con un focus solo sulle tariffe sarebbe un cattivo accordo. …Per i settori sensibili non ci sarà una piena liberalizzazione del mercato e l'accordo deve proteggere i prodotti a denominazione d'origine"[4].

In conclusione, dalla lettura del resoconto emergono chiaramente le difficoltà incontrate nel cercare soluzioni di minimo comune gradimento alle molte problematiche poste da un accordo tanto ampio e persino presuntuoso come il TTIP. E' arduo trovare i modi e le soluzioni pratiche per far convivere tradizioni e usi diversi ai due lati dell'Atlantico. Ad esempio, in Europa il principio che sottende le normative in materia di salute pubblica è quello della "norma precauzionale". Così un prodotto, un farmaco, un alimento può essere immesso sul mercato solo se soddisfa tutte le norme cautelari e precauzionali conosciute, dovendosi escludere in linea di principio la possibile nocività verso il consumatore. Invece negli Stati Uniti il concetto si ribalta: non esiste una disposizione preventiva e, se un prodotto una volta immesso sul mercato determina un danno, è ammessa l'azione risarcitoria da parte dei consumatori (*class action*). Insomma, due mondi distanti per cultura e tradizione, con regolamentazioni diverse, costruite su principi diversi in anni e anni di esperienze, di controlli, di ritocchi, di lavoro anche sapiente e preciso, che hanno dato luogo a strutture di controllo diverse. Perciò non possono essere definite nuove regole senza comprendere il lavorio ed il costo dei rivolgimenti che implicherebbero da una parte e dall'altra dell'Atlantico.

Un settore promettente sembrava quello delle automobili; ma poi è intervenuto a frenare lo scandalo Volkswagen. Un altro settore altrettanto promettente è quello delle apparecchiature elettromedicali: anche qui, una migliore uniformazione dei requisiti richiesti consentirebbe risparmi e renderebbe superflui i doppi controlli, in Europa e negli Stati Uniti. Lo stesso vale per molti altri prodotti dell'ingegneria industriale.

Ma i temi più spinosi sono lasciati alla fine, tanto che sembra lecito chiedersi se non sia troppo ambizioso proporsi un compito così ampio come quello del TTIP in una sola volta, o se non sarebbe meglio procedere più prudentemente, per esempio con accordi settoriali.

Chi tifa per il TTIP?

Nelle relazioni pubbliche la delegazione europea al TTIP non perde occasione per riconfermare come il Trattato

NOTA

4 V. notizia Ansa già citata.

TTIP, la trasparenza non abita qui. E spunta il Ceta, arbitro pro Usa

persegua uno scopo ambizioso per i suoi contenuti. Ma, al di là dei contenuti ampi e complessi, forse anche presuntuosi, sembra non si sia fatto nulla per fugare ogni possibile sospetto presso i destinatari del Trattato che si tratti di un progetto ultraliberista al servizio di pochi, principalmente i grandi gruppi finanziari e industriali a vocazione internazionale, a cui sarebbe facilitato il compito del controllo del mercato. Risulta incomprensibile la segretezza dei negoziati perché contradditoria rispetto agli scopi dichiarati, ossia favorire gli scambi, l'economia, i posti di lavoro. Se questi sono i veri scopi del Trattato, ci si chiede, chi mai dovrebbe temere che siano conosciuti dai naturali destinatari? Altrimenti, "*cui iuvat*?". E qui occorre aggrapparsi alle indicazioni disponibili.

Un tentativo di risposta, per quanto superficiale, consiste nel guardare in faccia gli attori della scena del Trattato. Chi sono a livello UE, quale è la loro cultura, da dove provengono? Insomma, qual è l'ambiente culturale di Bruxelles dove si decide sul TTIP?

Non è questione da poco. Quando, nella primavera del 2011, i capi di Stato europei dovevano designare il successore di Jean Claude Trichet come governatore della BCE, fu fatto il nome di Mario Draghi; ma, negli ambienti della cancelleria tedesca, qualcuno obiettò che era già presente nell'istituzione come vicepresidente un rappresentante dell'Europa meridionale, il portoghese Vito Constancio[5]. Altra presenza mediterranea "di troppo" venne giudicata quella di Lorenzo Bini Smaghi, membro del Direttorio BCE. Non sembra quindi una fisima provinciale porsi la questione della provenienza geografica delle persone chiamate a decidere per tutti, nel caso specifico a trattare l'accordo del TTIP; anzi, sembra naturale verificare se gli ambienti della Commissione Europea a Bruxelles in cui si preparano le posizioni europee da portare nelle trattative del TTIP siano popolati da esponenti prescelti in una composizione equilibrata quanto a provenienza geografica.

Il presidente della Commissione Europea è il lussemburghese Jean-Paul Junker. La commissione è formata da 28 Commissari, tanti quanti sono i Paesi aderenti all'Unione Europea[6]. Per l'Italia è presente Federica Mogherini, che ricopre l'incarico di Alto rappresentante dell'Unione per gli Affari esteri e la politica di sicurezza, incarico di prestigio ma di minore impatto nelle questioni economiche.

Delegata alle trattative per il TTIP è la Commissaria per il Commercio Cecilia Malmström, svedese, che ha a disposizione una segreteria ("*Cabinet*") formata da 16 addetti (aggiornamento 1.4.2015), fra i quali un nome spagnolo ed uno francese, probabilmente uno tedesco, nessuno italiano[7].

La Commissaria Cecilia Malmström per il TTIP fa parte di una sorta di direttorio - che ritengo indicato nel mandato ricevuto originariamente - formato dal primo vicepresidente Frans Timmermans e altri sette membri della Commissione con cui interloquisce più direttamente nella conduzione delle trattative. Le provenienze geografiche sono: una olandese, una finlandese, una lituana, una polacca, una inglese, una irlandese, una francese ed una danese[8]. Fra di essi compaiono quindi ben sei esponenti geografici del Nord Europa ed uno dell'Est, non vi compare alcun esponente della Germania mentre il solo nome in qualche misura "mediterraneo" è quello di un francese. Non tutti gli esponenti del direttorio sembrano però egualmente entusiasti del Trattato. Per esempio, il rappresentante irlandese Phil Hogan, Commissario europeo alle Politiche agricole della UE, non ha le stesse aspettative ottimistiche, se al termine del 12° round, nel corso della già citata audizione all'Europarlamento ha dichiarato: "ogni settimana che passa le prospettive che i negoziati vengano chiusi entro la presidenza di Obama si riducono".

Quanto ai negoziatori europei che effettivamente si incontrano con i colleghi statunitensi per discutere le proposte, i testi e quanto necessario, secondo una lista aggiornata a fine 2014 appartengono alla stessa direzione generale Commercio della Commissaria, oppure agli Affari Generali o ad altre nove direzioni interessate al TTIP[9]. Sono una cinquantina e di essi una trentina sono qualificati come "capi negoziatori", sotto la direzione di uno spagnolo, Ignacio Garcia Bercero. Due negoziatori portano nome italiano e qualche altro negoziatore nome mediterraneo, tanto

NOTE

5 V. "Successione BCE, Berlino vicina al sì", R. Boc., Il Sole 24 Ore, Martedì 26 Aprile 211, pag. 5.

6 V. http://ec.europa.eu/commission/2014-2019_it

7 V. http://europa.eu/whoiswho/public/index.cfm?fuseaction=idea.hierarchy&nodeID=665128&lang=it; anche in: http://ec.europa.eu/commission/2014-2019/malmstrom/team_en
In cui appare un elenco verosimilmente meno aggiornato.

8 V. http://ec.europa.eu/priorities/balanced-eu-us-free-trade-agreement_en

9 V. http://www.vlada.si/fileadmin/dokumenti/si/projekti/2015/TTIP/pogajalci.pdf

che in questo ambito specifico appare una certa migliore proporzione fra le varie provenienze europee. Sono relativamente pochi i nomi che suonano come tedeschi.

La Commissione ha poi incaricato come consulenti specificamente per il TTIP 16 esperti. Ebbene, per questi consulenti ben 10 provenienze si concentrano nei Paesi del Nord-Ovest, del Centro e dell'Ovest, i tedeschi sono due mentre restano completamente scoperti i Paesi del Sud e del Sud-Est. Ora questa disparità non può essere frutto del caso, pur tenendo conto che il "filotto" del Belgio (5 nomine) trova una qualche spiegazione con il fatto logistico, avendo la UE sede a Bruxelles.

Insomma, dato come assodato che il lavoro di negoziazione del Trattato è molto impegnativo, dovendo trovare soluzioni a problemi difficili di armonizzazione di regole e criteri diversi e tentare compromessi in grado di evitare corse al ribasso in fatto di princìpi, sarebbe auspicabile la presenza nei diversi livelli operativi di persone di provenienza, cultura ed esperienza meglio assortita, anziché una prevalenza della rappresentanza dei Paesi periferici del Nord Europa rispetto a quella scarsa dei Paesi mediterranei. Questo stona in particolare con riguardo alle attività agricole, perché sono proprio i Paesi più dotati in termini di produzione agricola, come risulta ad esempio dalla loro preponderanza per numero di prodotti pregiati contraddistinti dai marchi d'origine, ad essere quelli meno rappresentati. Semplificando con una battuta, l'esperienza personale di questa squadra è congenialmente meglio aperta alle problematiche dei trasporti e della pesca nel Mare del Nord o nel Baltico che non a quelle della olivicoltura o della viticoltura nei Paesi mediterranei.

Sembra quindi lecito chiedersi se la squadra europea delegata alla negoziazione del TTIP riesca davvero ad esprimere al meglio anche le istanze dei Paesi mediterranei; dove si fa fatica a considerarla come quella per cui fare il tifo perché portatrice dei propri interessi nel duro confronto in corso con gli Stati Uniti.

Un altro interrogativo: il CETA, una potenziale scorciatoia per le imprese USA?

A questo punto occorre ricordare la presenza ingombrante di un altro trattato che vede l'Unione Europea come parte contraente: è il CETA, acronimo che sta per *Comprehensive Economic and Trade Agreement*. Si tratta di un accordo economico e commerciale globale tra l'Unione Europea e il Canadà il cui testo finale è stato concluso il 5 agosto 2014 e pubblicato il 26 settembre 2014, dopo quattro anni di trattative; però non è ancora entrato in vigore perché in attesa delle ratifiche[10].

Alcuni vedono nel CETA una riedizione del trattato ACTA, che nel 2012 fu clamorosamente bocciato dal Parlamento Europeo. E' ben vero che il testo del CETA di recente è stato modificato per la parte relativa all'arbitrato internazionale per la protezione degli investitori. Infatti, quando è stato presentato il testo della nuova proposta europea per il TTIP (*International Court System*), già citata, si è ritenuto doveroso aggiornare in conformità anche il testo del CETA già approvato[11]. Attualmente il CETA giace in una specie di limbo, in attesa della ratifica da parte del Parlamento Europeo, oltreché dei parlamenti nazionali.

Il CETA contiene regolamentazioni non meno critiche di quelle di TTIP, a cominciare appunto dalla clausola arbitrale, fino al reciproco riconoscimento degli *standards*. Tanto che, se il TTIP dovesse fallire, molti aspetti contestati nel trattato TTIP attraverso il CETA potrebbero rientrare dalla porta di servizio[12]. Così, per un'impresa statunitense è per esempio sufficiente avere una filiale o un insediamento con attività commerciali importanti in Canadà per poter vantare di promuovere un contenzioso contro uno Stato membro UE davanti al collegio arbitrale. Così, verosimilmente il destino del CETA sembra sia quello di attendere il passaggio sul traguardo del trattato gemello, il TTIP.

•

(riproduzione riservata)

NOTE

10 Il testo consolidato si trova in http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2014/september/tradoc_152806.pdf

11 V. http://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=1468

12 V. https://stop-ttip.org/it/blog/faq/a-che-punto-e-il-trattato-di-libero-scambio-tra-ue-e-il-canada-ceta/

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf®

CIIA Certified International Investment Analyst

Consiglio Direttivo

Presidente: Paolo Balice

Vice Presidente: Paolo Guida

Tesoriere: Stefano Volante

Consiglieri: Simone Bini Smaghi, Alberto Borgia, Giovanni Camera, Gianfranco Di Vaio, Luca D'Onofrio, Giacomo Fedi, Pietro Gasparri, Roberto Rossi, Antonio Taverna, Antonio Tognoli

Collegio dei Revisori

Presidente: Antonio Breggia Bicchiere

Corrado Carrara, Enrico Fornito (effettivi)

Massimo Gradilone, Carlo Mauri (supplenti)

Collegio dei Probiviri

Presidente: Angela Monti

Alex Bolis, Bianca Laura Volterra (effettivi)

Marco Fabruzzo (supplente)

AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale

Presidente: Paolo Balice

Vice Presidente: Paolo Guida

Amministratore Delegato: Giovanni Camera

Consiglieri: Franco Biscaretti di Ruffia, Stefano Volante

Segretario del Consiglio: Franco Biscaretti di Ruffia

Direttore della formazione: Silvio Ceretti

Sede e Segreteria

Segretario Generale: Franco Biscaretti di Ruffia

Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani, Monica Berto, Sabrina Napoli

Corso Magenta, 56 – 20123 Milano

Tel.+39 0272023500 r.a.

Fax +39 0272023652

sito Internet: www.aiaf.it – e–mail: info@aiaf.it

Organismi internazionali

EFFAS European Federation of Financial Analysts Societies

ACIIA Association of Certified International Investment Analysts

Secretariat: Valeria Fauner – Raquel Zaragoza

Hamburger Allee 45

DE 60486 Frankfurt am Main GERMANY

Tel. +49 69 98959519

Fax +49 69 98957529

www.effas.com — www.aciia.org

Soci Sostenitori: Intesa Sanpaolo, Tendercapital, UBI Banca, UniCredit Group

Socio Corporate: Banca Ubae— CRIF



di Paolo Besio*

Decolla il progetto Beps, l'arma degli Stati contro nuovi Panama Papers

Premessa

Il progetto BEPS, acronimo di *Base Erosion and Profit Shifting*, è stato lanciato, su impulso del G20, nel mese di febbraio 2013[1] ed integrato con il relativo *action plan*[2], approvato nel mese di settembre dello stesso anno.

A distanza di poco più di due anni dall'avvio del progetto, i G20 di ottobre (ministri delle finanze) e di novembre (capi di stato) 2015[3] hanno approvato il *BEPS Package* pubblicato dall'OCSE nel corso del mese di ottobre[4].

Due anni sono tempi estremamente rapidi, considerati il modello di acquisizione del consenso normalmente utilizzato dall'OCSE e la complessità del progetto che ha l'obiettivo di incidere sulla fiscalità internazionale come mai successo nell'ultimo secolo[5].

I tempi rapidi e l'ampiezza del progetto BEPS sono giustificati dal fatto che il fenomeno dell'elusione fiscale internazionale negli ultimi anni aveva superato i confini della materia tecnica ed era diventato una vera e propria questione etica e sociale[6]. In tempi di profonda crisi una perdita annuale di gettito stimata tra i 100 e i 240 miliardi di dollari non era più tollerabile. Il G20 di Londra, nel corso del 2009, in piena crisi economica ha, quindi, dichiarato apertamente e fermamente la lotta al segreto bancario e all'evasione fiscale, gettando le basi per le attività degli anni successivi. Il progetto BEPS si affianca, infatti, ad altri progetti, sempre ad impulso G20 e OCSE, quali l'accordo sullo scambio di informazioni[7], la *voluntary*

NOTE

* Dottore Commercialista in Milano, studio Bernoni Grant Thornton

1. OECD, *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*, Parigi, 2013.
2. OECD, *Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*, Parigi, 2013.
3. Si tratta rispettivamente del G20 di Lima (Perù) del 8 ottobre e del G20 di Antalya (Turchia) del 15-16 novembre.
4. I documenti possono essere visionati sul sito dell'OCSE al seguente indirizzo: www.oecd.org/ctp/beps-2015-final-reports
5. "*International tax issues have never been as high on the political agenda as they are today. The integration of national economies and markets has increased substantially in recent years. This has put a strain on the international tax framework, which was designed more than a century ago. The current rules have revealed weakness that create opportunities for Base Erosion and Profit Shifting… The stakes are high. Although measuring the scope of BEPS proves challenging…the global corporate income tax (CIT) losses could be between 4% and 10% of global CIT, i.e. USD 100 to 240 billion annually". OECD, Explanatory Statement. 2015 Final Reports*, Parigi, 2015.
6. "BEPS is depriving countries of precious resources to jump-start growth, tackle the effects of the global economic crisis and create more and better opportunities for all. But beyond this, BEPS has been also eroding the trust of citizens in the fairness of tax systems world wide. The measures we are presenting today represent the most fundamental changes to international tax rules in almost a century: they will put an end to double non-taxation, facilitate a better alignment of taxation with economic activity and value creation, and when fully implemented, these measures will render BEPS-inspired tax planning structures ineffective". Angel Gurria Segretario Generale dell'OCSE presentazione del *BEPS Package,* www.oecd.org/tax/oecd-presents-outputs-of-oecd-g20-beps-project. Per quanto riguarda l'Unione Europea "Tax fraud and tax evasion are limiting the capacity of Member States to raise revenues and to carry out their economic policy. In times of fiscal consolidation, when many Member States need to cut expenditures and increase revenues, the conduct of fiscal policy is made even more difficult by tax fraud and evasion. Estimates of the size of the shadow economy in the EU of nearly one fifth of GDP, gives a first indication of the extent of the problem …. Also, tens of billions of euro remain offshore, often unreported and untaxed, reducing national tax revenues. Given the order of magnitude, stepping up the fight against tax fraud and evasion is not only an issue of revenue, but also of fairness. It is important to remember that the vast majority of EU taxpayers generally seek to comply with their tax obligations. Particularly in these difficult times, these honest taxpayers should not suffer additional tax increases to make up for revenue losses incurred due to tax fraudsters and evaders. The focus should therefore be on tackling fraud and evasion". Communication from the Commission to the European Parliament and the Council COM(2012) 351 Final.
7. I documenti elaborati dall' OCSE in materia di scambio di informazioni possono essere visionati sul sito dell'OCSE al seguente indirizzo: www.oecd.org/tax/exchange -of-tax-information

Decolla il progetto Beps, l'arma degli Stati contro nuovi Panama Papers

disclosure[8] e la *cooperative compliance*[9] nonché l'introduzione del reato di autoriciclaggio[10] su impulso del GAFI[11].

I *13 final reports relativi* alle *15 actions*[12] hanno completato una fase molto importante, anche se non finale, del progetto come inizialmente presentato.

Tramite le *actions* si è voluto dare agli Stati gli strumenti per modificare o integrare la propria legislazione interna nonché le convenzioni contro le doppie imposizioni per fare sì che il profitto delle imprese sia tassato nello Stato dove l'attività che lo ha prodotto viene gestita[13]. Il raccordo delle legislazioni nazionali ha anche l'obiettivo di colmare le lacune normative e i disallineamenti che fino ad oggi hanno consentito la pianificazione fiscale aggressiva e la cosiddetta doppia non imposizione[14]. Dall'altro lato, tuttavia, l'obiettivo è di garantire l'imposizione corretta (*the fair share of tax*), evitando la doppia imposizione che ha un impatto estremamente negativo sullo sviluppo dei gruppi e, quindi, delle attività commerciali internazionali[15].

I BEPS si muovono su tre direttrici: la coerenza delle normative degli Stati[16], l'allineamento tra forma e sostanza[17] e la trasparenza[18]; l'*action* relativa alla *digital economy* risulta trasversale rispetto ad esse.

Le *actions* incidono su tutte le attività delle imprese: dalla rilevanza fiscale dell'attività svolta in uno Stato (Stato della fonte) alla determinazione della base imponibile, con particolare riferimento ai prezzi di trasferimento; dalla fiscalità dei flussi finanziari transnazionali alla determinazione e tassazione del reddito nell'altro Stato (Stato della residenza), nonché aspetti formali, con particolare riferimento alla

NOTE

8. OECD, *Offshore Voluntary Disclosure. Comparative Analysis, guidance and policy advice*, Parigi, 2010
9. OECD, *Co-operative Compliance: a Framework. From Enhanced Relationship to Co-operative Compliance*, Parigi, 2013
10. Il reato di autoriciclaggio (articolo 648 ter 1 del codice penale) è stato introdotto nell'ordinamento italiano con legge 15 dicembre 2014 n. 186
11. GAFI è l'acronimo di Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale. E' un organismo intergovernativo sorto nel 1989 in occasione del G7 di Parigi, il cui scopo è la promozione di politiche per il contrasto del riciclaggio di denaro di origine illecita, del finanziamento al terrorismo e del finanziamento della proliferazione di armi di distruzione di massa.
12. Sono i documenti indicati alla precedente nota 5.
13. "*Transfer pricing rules serve to allocate income earned by a multinational enterprise among those countries in which the company does business. In many instances, the existing transfer pricing rules, based on the arm's length principle, effectively and efficiently allocate the income of multinational among taxing jurisdictions. In other instances, however, multinationals have been able to use and/or misapply those rules to separate income from the economic activities that produce that income and to shift it into low-tax environments. This most often results from transfers of intangibles and other mobile assets for less than full value, the over-capitalisation of lowly taxed group companies and from contractual allocation of risks to low-tax environments in transactions that would be unlikely to occur between unrelated parties". OECD, Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*, Parigi, 2013.
14. "*When designing their domestic tax rules, sovereign states may not sufficiently take into account the effect of other countries' rules. The interaction of independent sets of rules enforced by sovereign countries creates frictions, including potential double taxation for corporations operating in several countries. It also creates gaps, in cases where corporate income is not taxed at all, either by the country of source or the country of residence, or is only taxed at nominal rates". OECD, Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting,* Parigi, 2013.
15. "*Since at least the 1920s, it has been recognised that the interaction of domestic tax systems can lead to overlaps in the exercise of taxing rights that in turn can result in double taxation. Countries have long worked and are strongly committed to eliminate such double taxation in order to minimize trade distortions and impediments to sustain economic growth, while affirming their sovereign right to establish their own tax rules". OECD, Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*, Parigi, 2013.
16. Sono le *actions 2 Neutralise effects of Hibrid mismatch arrangements, 3 Strengthen CFC rules, 4 Limit base erosion via interests deduction and other financial payments e 5 Country harmful tax practise more effectively, taking into account transparency and substance.*
17. Sono le *action 6 Prevent treaty abuse, 7 Prevent artificial avoidance of PE status e 8-10 Assure that transfer pricing outcomes are in line with value creation (intangibles, risk and capital, other high-risk transaction*).
18. Sono le *actions 11 Establish metodologies to collect and analyse data on BEPS and actions to address it, 12 Require taxpayers to disclose their aggressive tax planning arrangments, 13 Re-examine transfer pricing documentation, 14 Make dispute resolution mechanism more effective and 15 Develop a multilateral instrument.*

documentazione dei prezzi di trasferimento, da predisporre ed esibire.

L'Unione Europea, negli ultimi anni, ha ripetutamente confermato il pieno appoggio al progetto e ribadito il desiderio di darne attuazione all'interno dell'Unione stessa in tempi brevi ed in modo coerente. In attuazione di questa strategia, in data 28 gennaio 2016 è stata pubblicata una bozza di Direttiva finalizzata a dare attuazione, nel corso del 2016, al progetto BEPS in ambito europeo[19].

L'impatto del *BEPS Package*

In generale

L'approccio olistico dei BEPS alla fiscalità internazionale avrà un impatto estremamente rilevante; come indicato dallo stesso OCSE incide su di essa come mai in precedenza.

Occorre, tuttavia, chiedersi: i BEPS sono immediatamente utilizzabili da parte delle amministrazioni finanziarie nel corso delle verifiche fiscali?

I BEPS non sono legge degli Stati, quindi, in generale, non sono immediatamente efficaci.

In molti casi, infatti, i BEPS propongono modifiche alle normative nazionali (per esempio, le norme relative alla deducibilità degli interessi e al contrasto agli strumenti finanziari ibridi, quelle relative alle *Controlled Foreign Corporation, al Country by Country* e quelle relative ai regimi di fiscalità privilegiata, tipicamente i regimi IP), indicandone i termini e le condizioni, modifiche al modello OCSE e relativo commentario (per esempio quelle relative al concetto di beneficiario effettivo, quelle relative alla definizione di stabile organizzazione e quelle relative alla risoluzione delle controversie internazionali) nonché modifiche alle convenzioni contro le doppie imposizioni già stipulate.

Per quanto attiene alle modifiche delle legislazioni nazionali evidentemente sia i contenuti sia i tempi dipendono dai singoli Stati (*Countries are sovereign*); l'unico limite è che la normativa nazionale non sia in contrasto con gli impegni assunti a livello internazionale nell'ambito del progetto BEPS. Questo non favorisce un'omogeneità di normative (obiettivo che, peraltro, l'OCSE si proponeva di raggiungere) e di tempistiche di introduzione dei contenuti del *BEPS Package*, con maggiori difficoltà di applicazione delle norme da parte delle multinazionali.

L'OCSE ha previsto un sistema di monitoraggio del processo di adeguamento delle normative e delle prassi nazionali, soprattutto al fine di evitare che alcuni Stati possano approfittare e non introdurre alcuna misura, al fine di rendere più competitivo il proprio ordinamento rispetto ad altri. Al tempo stesso, l'attività di monitoraggio è importante per evitare che normative e prassi nazionali che verranno introdotte adottino interpretazioni eccessivamente rigide e comunque in contrasto con i principi internazionalmente condivisi.

Non è stato previsto esplicitamente un sistema di rilevazione e di pubblicazione periodica, da parte dell'OCSE, delle diverse modifiche normative e di prassi introdotte nei diversi Stati per adeguarsi agli impegni assunti in occasione dell'approvazione del *BEPS Package*. Al contrario, sarebbe opportuno che questo avvenisse, nei primi anni anche con intervalli frequenti, per garantire un'adeguata informazione.

Per quanto attiene alle modifiche delle convenzioni esistenti, l'OCSE ha previsto l'adozione di uno strumento multilaterale[20] che consenta di modificare le convenzioni esistenti in un'unica soluzione. La via normalmente praticata richiederebbe, infatti, diversi anni per poter attuare dette modifiche.

Alcune *actions*, al contrario, hanno modificato le *Transfer Pricing Guidelines*[21], il documento a cui si ispirano sia le imprese sia le amministrazioni finanziarie in materia di *transfer pricing*; queste modifiche interpretative sono immediatamente applicabili (per esempio quelle relative al capitolo 1, che trattano della

NOTE

19 *L'Antiavoidance package* è stato pubblicato sul sito dell'Unione Europea. Esso contiene una Proposta di Direttiva – COM(2016)26 nonché una raccomandazione in materia di Convenzioni contro le doppie imposizioni, la revisione della Direttiva sull'assistenza amministrativa ed altri documenti. I capisaldi dell'intero package sono:

> "*effective taxation, whereby all companies pay taxes where they make their profits; tax transparency, so that Member States have the information needed to ensure fair taxation; addressing the risk of double taxation, so that companies which pay their fair share of taxes are not penalized for making use of the EU's internal market".*

20 E' lo strumento previsto dall'action 15. Al momento della pubblicazione dei *Final reports* circa 90 Stati avevano già assunto l'impegno di partecipare alla negoziazione di detto strumento multilaterale. Il numero di adesioni è un forte segnale della volontà degli Stati di voler procedere ad una implementazione del *BEPS Package* in modo rapido e coerente.

Decolla il progetto Beps, l'arma degli Stati contro nuovi Panama Papers

definizione dell'*arm's length principle*, al capitolo 5 relative alla documentazione, con l'eccezione del *country by country report,* al capitolo 6 relative agli *intangibles* e al capitolo 8, relative ai *costs contribution arrangements*).

Nel seguito mi concentro su alcuni specifici aspetti.

Le modifiche alle Transfer Pricing Guidelines

Come precedentemente indicato, le modifiche alle *Transfer Pricing Guidelines* sono immediatamente applicabili. Questo implica, evidentemente, che le amministrazioni finanziarie possano, nelle attività di verifica poste in essere a partire dalla data di pubblicazione del *BEPS Package*, esaminare le strutture societarie e le operazioni *intercompany* poste in essere alla luce delle actions; non è stato, infatti, previsto alcun *grandfathering period.*

In altre parole, il timore, rappresentato da molti commentatori in sede di *discussions draft* ma anche da alcune amministrazioni, è che nelle prossime attività di verifica siano applicate, in via interpretativa, le *actions* anche per annualità precedenti alla loro approvazione da parte dell'OCSE e, a maggior ragione, precedenti al loro recepimento.
Per citare solo alcuni degli aspetti rilevanti, nelle *Guidelines* modificate viene confermato che il contratto scritto tra le parti, se esistente, è il punto di partenza dell'analisi delle attività, dei rischi e della regolamentazione dei risultati attesi tra le parti. Tuttavia, i contratti difficilmente possono esaurire le informazioni necessarie e, pertanto, è necessario integrare il lavoro con un'analisi degli altri fattori di comparabilità e, soprattutto, del comportamento effettivamente tenuto dalle parti, che sempre prevale in caso di difformità rispetto al contratto. L'enfasi data è importante, grande il timore che questo porti ad un frequente superamento del dato contrattuale.

L'allocazione dei rischi ha un ruolo sempre più centrale. Il tema era emerso, in tutta la sua importanza, nell'ambito del lavoro sul *business restructuring*[22] ma nelle Guidelines modificate è stato ampiamente sviluppato. E' stato identificato un processo articolato in sei fasi, ad esito del quale la remunerazione del rischio è riconosciuta al soggetto che risulta controllare detto rischio e avere la capacità finanziaria di assumerlo. Questa analisi è certamente complessa e sarebbe, quindi, opportuno che l'OCSE fornisse ulteriori indicazioni, esempi e pubblicasse periodicamente i casi effettivamente affrontati. La posizione assunta è, comunque, chiara: "*This guidance will ensure that capital-rich entities without any other relevant economic activities ("cash boxes") will not be entitled to any excess profit. The profits the cash box is entitled to retain will be equivalent to no more than a risk-free return*"[23].

L'approccio è il medesimo con riferimento agli *intangibles.* Già in passato l'OCSE, anche in questo caso a seguito del lavoro svolto sul *business restructuring*, aveva anticipato di voler assumere posizioni nette con riferimento alla qualificazione ed alla remunerazione di operazioni *intercompany* ma senza arrivare ad una posizione definitiva;[24] nel *BEPS Package*, la cui elaborazione è stata, come anticipato, molto rapida, queste posizioni sono state ulteriormente rafforzate e definite. L'obiettivo principale è chiaramente prevenire fenomeni elusivi mediante una chiara definizione degli *intangibles*, un insieme di regole per l'attribuzione del margine di profitto derivante dallo sfruttamento degli *intangibles*[25] e una metodologia appropriata.

Sono significative alcune prese di posizione dell'OCSE. In particolare, si afferma che "*legal ownership of intangibles by an associated enterprise alone does not determine entitlement to returns from the exploitation of intangibles*".[26]

Ulteriormente si afferma che "*an associated enterprise providing funding*

NOTE

21 OECD, *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, edizione 2010.

22 OECD, *Transfer Pricing aspects of business restructuring: discussion draft for public comment* (*19 September 2008 to 19 February 2009)* poi trasfuso nelle Guidelines, capitolo 9.

23 *Action* 8-10.

24 Il lavoro inizia con il documento OECD, *Meeting with business commentatorson the scoping of a new project on the transfer pricing aspects of intangibles* (9 novembre 2010), cui sono seguiti diversi documenti, ultimo dei quali il *Revised discussion draft on transfer pricing aspects of intangibles* del 30 luglio 2013.

25 Il cosiddetto *DEMPE test*, acronimo di *development, enhancement, maintenance, protection, exploitation*. Mediante il DEMPE test è possibile effettuare una compiuta analisi delle funzioni svolte, degli *asset* impiegati e dei rischi assunti nell'operazione relativa ad un *intangible* e ripartire il margine tra i soggetti in relazione al contributo di ciascuno alla creazione del valore dell'*intangible* stesso.

26 *Action* 8-10.

and assuming the related financial risks, but not performing any functions relating to the intangible, could generally only expect a risk-adjusted return on its funding… If the associated enterprise providing funding does not exercise control over the financial risks associated with the funding, then it is entitled to no more than a free risk return".[27]

Anche con riferimento a queste fattispecie vale la considerazione che è ragionevole pensare che le verifiche saranno particolarmente invasive e, quindi, è necessario che l'OCSE fornisca ulteriori indicazioni ed esempi per cercare di convogliare un approccio in linea con quanto espresso nelle *action* ed auspicabilmente uniforme.

Il country by country report

Tra le innovazioni del progetto BEPS c'è, nell'*action* 13, relativa alla documentazione sui prezzi di trasferimento, il *country by country report.*

Esso non è immediatamente efficace ma diversi Stati (Francia, Spagna, Olanda, Regno Unito, Irlanda tra gli altri) hanno già modificato ed altri stanno modificando la propria legislazione nazionale per adeguarsi alla proposta di rendere il *country by country report* obbligatorio già dal 2016[28]. Anche l'Italia, con la legge di stabilità 2016, si è adeguata alle direttive OCSE e, quindi, anche i gruppi italiani sono obbligati a predisporre il documento dal 2016.

Per comprendere meglio le ragioni e le implicazioni dell'*action* 13 occorre fare un passo indietro. L'OCSE, all'inizio del 2013, ha pubblicato un documento in materia di *transfer pricing risk assessment*[29], di cui si è parlato poco ma che ritengo molto significativo. Il documento, partendo dall'ovvio presupposto che le amministrazioni finanziarie non hanno le risorse per verificare tutte le operazioni di *transfer pricing*, è finalizzato a fornire alle amministrazioni finanziarie stesse criteri utili alla elaborazione del profilo di rischio del contribuente, al fine di valutare se effettuare una verifica o meno; nel caso affermativo, a come pianificare la verifica e su quali temi concentrarsi.

Il documento esamina le principali tipologie di operazioni *intercompany*, di natura sia ordinaria e ricorrente sia straordinaria e, con riferimento ad entrambe le categorie, indica i principali fattori di rischio che devono essere tenuti in considerazione. L'analisi deve essere svolta avendo a riferimento sia la tipologia delle operazioni sia la rilevanza, assoluta e proporzionale delle stesse, nella prospettiva sia del soggetto pagante sia del soggetto beneficiario dei pagamenti. Successivamente, esso indica l'insieme delle fonti informative, sia di pubblico dominio sia reperibili presso la società ed elabora alcune proposte.

In alcuni passi viene evidenziato che anche negli Stati in cui, per via normativa o di prassi, esistono requisiti documentali relativi al *transfer pricing*, anche nella forma di *Master File* e documentazione nazionale, alcune informazioni non sono disponibili alle amministrazioni finanziarie. A titolo esemplificativo, trattando delle operazioni poste in essere con controparti operanti in Stati o territori a bassa fiscalità, si dice che sarebbe importante avere informazioni in merito alla ripartizione del profitto tra le società facenti parte del gruppo, per avere indicazioni in merito alla *transfer pricing policy* complessiva di gruppo e poter valutare i rischi della stessa. Questa informazione è oggi contenuta nel *Country by Country report.*

L'action 13, quindi, oltre ad integrare alcune informazioni da riportare nel *Master File* e nella documentazione nazionale, ha introdotto il *Country by Country report*. Il documento si compone di tre sezioni[30]: il complesso delle informazioni consente di valutare in prima approssimazione l'effettività della presenza e dell'attività svolta dalla multinazionale in ciascuno Stato. L'OCSE

NOTE

27. *Action* 8-10.

28. "*Ai fini di adeguamento alle direttive emanate dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico in materia di obbligo delle imprese multinazionali di predisporre e presentare annualmente una rendicontazione Paese per Paese che riporti l'ammontare dei ricavi e degli utili lordi, le imposte pagate e maturate, insieme con altri elementi indicatori di un'attività economica effettiva, con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, da emanare entro 90 giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge, sono stabiliti modalità, termini, elementi e condizioni, coerentemente con le citate direttive, per la trasmissione della predetta rendicontazione all'Agenzia delle Entrate da parte delle società controllanti residenti nel territorio dello Stato….."* Articolo 1, comma 145, legge 28 dicembre 2015 n. 208.

29. OECD, *Draft handbook on transfer pricing risk assessment*.

30. Il documento può essere esaminato sul sito dell'OCSE all'indirizzo indicato nella precedente nota 5.

ha chiarito, anche in considerazione delle preoccupazioni espresse dai commentatori, che il report può essere utilizzato come strumento di alto livello di valutazione dei rischi relativamente al *transfer pricing* ed altre tematiche BEPS ma non può essere utilizzato in alcun modo come sostitutivo di un'analisi di *transfer pricing*, non può, da solo, fornire elementi definitivi sulla idoneità della politica utilizzata e, a maggior ragione, non può essere utilizzato come base per determinare la corretta allocazione dei margini all'interno del gruppo.

Come precedentemente indicato il *Country by Country report* è stato già introdotto in diversi ordinamenti con decorrenza dall'anno 2016, come proposto dall'OCSE ed è già stato firmato l'accordo per lo scambio dello stesso tra alcune amministrazioni finanziarie[31].

Anche in questo caso, quindi, la norma è già applicabile e, quindi, le operazioni *intercompany* poste in essere nell'anno 2016 saranno oggetto di comunicazione a tutte le amministrazioni finanziarie competenti per gli Stati in cui il gruppo opera.

L'obbligo di predisporre e consegnare il *report* incombe sui gruppi con un fatturato superiore a € 750 milioni, quindi, ad un numero molto limitato di contribuenti[32]. L'obbligo è posto a carico della società controllante; occorre, tuttavia, considerare che qualora essa non adempia all'obbligo o, comunque, il *report* non venga scambiato, l'obbligo di predisporre e consegnare il *report* grava su altra società del gruppo appositamente designata o, in mancanza, su ciascuna società del gruppo stesso[33].

La risoluzione delle controversie internazionali

Come anticipato, L'OCSE è consapevole che il *BEPS Package* possa causare un significativo incremento delle controversie internazionali e, conseguentemente, della doppia imposizione[34]. Al fine di ridurre al minimo questo rischio ha previsto, con *l'action 14*, l'elaborazione di meccanismi più efficienti di risoluzione delle controversie internazionali, rimuovendo, laddove possibile, gli ostacoli alla ammissione alle procedure amichevoli nonché alla negoziazione e conclusione delle stesse. L'obiettivo è stato, purtroppo, solo parzialmente centrato. Non è stato, infatti, raggiunto il consenso unanime in merito all'introduzione, nell'ambito della procedura amichevole prevista dalle convenzioni contro la doppia imposizione, della clausola arbitrale, che avrebbe potuto garantire l'eliminazione della doppia imposizione ad esito delle procedure stesse. E' vero, tuttavia, che alcuni Stati[35], che coprono più del 90% dei casi risultanti dalla statistica OCSE relativa alle procedure amichevoli per il 2013, si sono impegnati ad introdurre, nelle proprie convenzioni (auspicabilmente mediante lo strumento multilaterale) la clausola arbitrale ma diversi Stati che hanno un

NOTE

31. In data 27 gennaio 2016 31 Stati hanno firmato il *Multilateral Competent Authority Agreement* per lo scambio automatico dei *country by country reports.*
32. L'OCSE ha stimato che l'obbligo gravi sul 10/15% delle multinazionali ma che queste coprano il 90% circa dei redditi mondiali.
33. "*Agli obblighi di cui al precedente comma 145 (vedi precedente nota 23), alle condizioni ivi indicate, sono tenute anche le società controllate residenti nel territorio dello Stato, nel caso in cui la società controllante che ha l'obbligo di redazione del bilancio consolidato sia residente in uno Stato che non ha introdotto l'obbligo di presentazione della rendicontazione Paese per Paese ovvero non ha in vigore con l'Italia un accordo che consenta lo scambio delle informazioni relative alla rendicontazione Paese per Paese ovvero è inadempiente all'obbligo di scambio delle informazioni relative alla rendicontazione Paese per Paese*". Articolo 1, comma 146, legge 28 dicembre 2015 n. 208. In altri Stati, ad esempio nel Regno Unito, la controllata deve fornire le informazioni richieste ma solo relative al proprio Stato di residenza.
34. "*Challenges have arisen in the course of the development of the measures: some countries have enacted unilateral measures, some tax administrations have been more aggressive, and increasing uncertainty has been denounced by some practitioners as a result of both the changes in the world economy and the heightened awareness of BEPS. As noted in the BEPS Action Plan…the emergence of competing stes of international standards, and the replacement of the current consensus based framework by unilateral measures, could lead to global tax chaos marked by massive re-emergence of double taxation*" OECD, Explanatory Statement. 2015 Final Reports, Parigi, 2015. Si veda anche la precedente nota 16.
35. Australia, Austria, Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Nuova Zelanda, Olanda, Polonia, Slovenia, Spagna, Stati Uniti d'America, Svezia, Svizzera, Regno Unito.

ruolo fondamentale nell'economia mondiale non hanno assunto detto impegno.

Il documento è incentrato sul cosiddetto *minimum standard* integrato con *best practices;* secondo l'OCSE, esso rappresenta un impegno politico forte a rendere le procedure efficienti ed efficaci ma le perplessità che questo basti sono molte, anche alla luce delle esperienze pregresse[36]. Il timore, quindi, è che al crescere del contenzioso internazionale le multinazionali si presentino con un'arma spuntata.

Gli ulteriori progetti dell'OCSE in ambito BEPS

Nei lavori dell'OCSE e nelle singole *actions* sono identificate le attività che dovranno essere svolte nel corso dei prossimi mesi.

Preliminarmente, l'OCSE, nelle diverse *actions,* ha previsto importanti modifiche sia al Modello OCSE di Convenzione sia al relativo Commentario. Dette modifiche devono essere consolidate in una nuova versione e rese coerenti ed omogenee.

Con riferimento alla nuova definizione di stabile organizzazione, nei prossimi mesi saranno emanate nuove linee guida in merito ai criteri di attribuzione del reddito per le nuove fattispecie identificate. Gli attuali criteri, infatti, non sono dirimenti e, alla luce dei rischi che si verifichi una proliferazione di stabili organizzazioni, è fondamentale che vengano forniti criteri a cui le amministrazioni dovranno uniformarsi.

Con riferimento al metodo della ripartizione del profitto, il cosiddetto *profit split,* le nuove *Guidelines* hanno attribuito notevole importanza allo stesso, soprattutto per la determinazione del valore normale di operazioni relative agli *intangibles.* In aderenza a questo orientamento anche l'Agenzia delle Entrate italiana, con riferimento all'istituto del *patent box*, ha affermato che i metodi da utilizzare per la determinazione del reddito agevolabile sono il *comprable uncontrolled price* (il cosiddetto CUP) nei limitati casi in cui esso risulta applicabile; in tutti gli altri casi, la maggior parte, il metodo da utilizzare è il *profit split*[37].

Dopo questa presa di posizione, tuttavia, l'OCSE non ha svolto i dovuti approfondimenti in merito all'applicazione del metodo stesso, evidentemente per necessità di completare il lavoro di finalizzazione delle *actions*. Questa situazione, tuttavia, crea notevoli difficoltà, perché, in mancanza di riferimenti, è concreto il rischio di porre in essere operazioni applicando i criteri indicati nelle *Guidelines* del 2010, oggi unico riferimento, che potrebbero risultare non più adeguati alle posizioni che l'OCSE adotterà e che verranno utilizzate come strumento interpretativo quando dette operazioni saranno, nei mesi successivi, oggetto di verifica.

Con riferimento ai cosiddetti *hard to value intangibles*, ovvero quei beni per i quali è estremamente difficoltosa la valutazione al momento in cui viene posta in essere l'operazione, è previsto che vengano forniti chiarimenti ed esemplificazioni relativamente agli aspetti operativi.

Altra aerea in cui l'OCSE è chiamato a fornire chiarimenti ed esemplificazioni è quella relativa all'abuso dei trattati ed agli strumenti *hybrids*.

Un altro progetto annunciato dall'OCSE per i prossimi mesi è la pubblicazione di *Guidelines* relative alla determinazione del valore normale dei contratti di finanziamento e, più in generale, delle operazioni finanziarie. Detti contratti presentano caratteristiche peculiari: premessa la conferma della natura di finanziamento per evitare una riqualificazione dello stesso, fondamentale è la determinazione del merito creditizio delle società finanziate nonché l'analisi delle condizioni economiche dei contratti di

NOTE

36. .Mi riferisco al OECD, MEMAP, *Manual on Effective Mutual Agreement Procedures, versione 2007. "MEMAP is intended as a guide to increase awareness of the MAP process and how it should function. It will provide tax administration and taxpayers with basic information on the operation of MAP and identify best practice for MAP without imposing a set of binding rules upon Member countries"*.Il MEMAP è consultabile sul sito OCSE al seguente indirizzo: www.oecd.org/ctp/dispute resolution.
37. "*Sulla base dei principi generali..., ai fini della determinazione del reddito attribuibile al bene immateriale nell'ambito del regime di Patent Box, i metodi da preferire sono il metodo del confronto di prezzo (CUP) e il metodo della ripartizione dei profitti (Profit Split Method)…Nel caso di valutazioni aventi ad oggetto beni immateriali o diritti sugli stessi, qualora il metodo del CUP non risulti applicabile in maniera affidabile, in quanto non è possibile identificare transazioni comparabili indipendenti sul libero mercato, il metodo reddituale di ripartizione dei profitti risulta il metodo più appropriato secondo quanto illustrato nelle predette Linee Guida OCSE*". Circolare Ministeriale 7 aprile 2016 n. 11/E.

finanziamento, con particolare riferimento al tasso di interesse, nelle molteplici forme in cui può essere espresso, alla valuta, alle condizioni di rimborso ed alle eventuali garanzie.

Nonostante l'importanza acquisita da queste operazioni negli ultimi anni, sia per quantità sia per volumi, le *Guidelines* attualmente non forniscono indicazioni specifiche in materia.

L'impatto sui gruppi multinazionali

Come emerge da quanto riportato nei precedenti paragrafi, le modifiche introdotte dalle *actions* sono significative e riguardano l'insieme delle attività e delle operazioni poste nell'esercizio di attività con profilo internazionale. Le attività riguardano sia i grandi gruppi sia le piccole realtà.

E' importante comprendere, infatti, che benché la lotta all'evasione e la risposta data, ovvero il progetto BEPS, tenga in particolare considerazione le multinazionali di grandi dimensioni[38], le *actions* sono applicabili ad una platea estremamente ampia di contribuenti, anche a piccoli gruppi; in alcuni casi anche a società che non hanno controllate all'estero ma che operano all'estero con modalità tali che, secondo la nuova definizione, configurano l'esistenza di stabili organizzazioni.

E' importante considerare, quindi, che i BEPS non sono solo un problema delle grandi multinazionali.

Al fine di limitare il più possibile i rischi di contestazione in caso di verifica è particolarmente importante che i gruppi multinazionali esaminino la propria struttura organizzativa ed operativa per verificare che essa sia "*BEPS compliant*". E' necessario, infatti, intervenire quanto prima per poter, eventualmente, modificare il contenuto economico di operazioni che, indipendentemente dalla loro correttezza nel momento in cui sono state impostate, oggi, alla luce del progetto BEPS, non sono più considerate meritevoli di tutela.

Senza tener conto di eventuali verifiche, il primo appuntamento, per i contribuenti di più grande dimensione, è il *Country by Country* 2016. Il *report* registrerà i dati alla chiusura dell'esercizio 2016. Se è vero che il termine per predisporlo è il 31 dicembre 2017, è da evitare di correre il rischio di sorprese, ovvero di registrare dati non esaminati prima e non più modificabili. Quei dati, infatti, saranno nelle mani di tutte le amministrazioni finanziarie e, se non coerenti, potranno immediatamente generare un'attività di verifica.

E' importante anche considerare il rischio che le amministrazioni finanziarie cercheranno di ottenere, almeno parzialmente, nell'ambito della propria valutazione del rischio, non solo la documentazione prevista ed applicabile a tutti i contribuenti (Master File e documentazione nazionale, secondo l'*action* 13) ma anche le informazioni richieste dal *country by country report*, pur in mancanza del rispetto dei requisiti quantitativi.

In questo quadro estremamente complesso ed in fase di prima applicazione del *BEPS Package* è concreto il rischio di grande incertezza, sulla corretta applicazione delle norme e di contestazione futura, sia in Italia sia all'estero. Questa situazione incide negativamente sulle scelte di investimento e, quindi, sulla crescita economica.

Per minimizzare i rischi di incertezza, le imprese devono verificare senza indugio la rispondenza della propria struttura organizzativa ai nuovi orientamenti internazionali, come emergono dalle *actions* e dalle conseguenti norme e prassi di recepimento delle stesse nei singoli ordinamenti.

Una volta confermata detta rispondenza, le imprese possono avvalersi degli strumenti di adempimento collaborativo, sempre più diffusi nel panorama internazionale, quali gli accordi preventivi, i *ruling* sui nuovi investimenti e, per molti solo in prospettiva futura, la *cooperative compliance*. Le più importanti amministrazioni finanziarie si muovono da anni in questa direzione e *l'action* 14 fornisce ad esse un ulteriore stimolo[39].

La nuova norma in materia di accordi preventivi recentemente introdotta nel nostro ordinamento è una ulteriore testimonianza dell'impegno assunto dal legislatore italiano in questa direzione[40].

Considerate le risorse limitate delle amministrazioni finanziarie e la prospettiva dell'intensificarsi delle attività di verifica, la velocità di reazione è un fattore critico di successo.

• *(riproduzione riservata)*

NOTE

38. E' sufficiente al riguardo l'analisi fatta dell'OCSE ai fini della determinazione della soglia quantitativa per l'applicazione del *Country by Country report*, di cui alla precedente nota 32.
39. *Action* 14, *best practise* n. 4.
40. Il riferimento è all'articolo 31 ter del D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600, rubricato "*Accordi preventivi per le imprese con attività internazionale*" introdotto nel nostro ordinamento dall'articolo 1 del decreto legislativo 14 settembre 2015 n. 147 entrato definitivamente in vigore con il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate del 21 marzo 2016, prot. N. 2016/42295.




di Alfonso Scarano *e Piero Chinaglia**

Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale

Abstract

Il Questionario MiFID è lo strumento fondamentale con il quale gli intermediari raccolgono informazioni reputate sufficienti a dare un giudizio sintetico di propensione al rischio per ciascun investitore.

E' stato introdotto in Italia con il recepimento della normativa MiFID – Markets in Financial Instruments Directive – che ha l'obiettivo di armonizzare il mercato finanziario europeo, di contribuire al suo sviluppo e di rendere trasparenti le relazioni con la clientela nonché renderla consapevole dei rischi impliciti negli investimenti finanziari.

Eppure, la burocratizzazione ed automazione del Questionario per come condotta dagli intermediari quasi fosse una semplice appendice contrattuale, nonché la qualità intrinseca delle domande e delle risposte preconfezionate (risposte chiuse) e anche certamente l'opacità del metodo utilizzato nel passaggio dalle risposte alla classificazione per rischio dell'investitore, rendono il meccanismo del Questionario, di fatto, un sistema scadente e parziale se non addirittura un sorta di magnificato vestito nuovo dell'imperatore bancario in salsa MiFID, che si mostra assai fragile ad una analisi di merito e di risultato.

Vi sono, o no, dei problemi strutturali di impostazione del Questionario come metodo che abbia una consistenza scientifica per un'analitica asseverazione della propensione al rischio degli investitori?

La risposta emerge affermativa.

Interessante ricordare un noto comunicato stampa dell'ABI del 2007[1] che così presenta l'introduzione della MiFID: "*L'obiettivo è adeguare il mercato alle normative europee e ai cambiamenti intervenuti negli ultimi anni con la crescita di una gamma di servizi e strumenti finanziari più varia e complessa" ha dichiarato il Direttore Generale dell'ABI, Giuseppe Zadra che oggi ha aperto i lavori del convegno organizzato dall'ABI "La MiFID: dalla direttiva all'attuazione"* ***L'impegno del settore bancario – ha proseguito – è volto a garantire l'ulteriore tutela degli investitori, soprattutto quelli più piccoli****, con l'obiettivo di rafforzare l'integrazione e l'armonizzazione del mercato finanziario europeo in cui le banche italiane sono pronte a competere" (sottolineatura aggiunta dal redattore).*

Dobbiamo tenere presente queste premesse per poter poi comprendere cosa sia accaduto nei successivi nove anni, fino ad oggi.

Tutta la metodologia basata sul Questionario MiFID risulta assai debole. Vi sono questioni di redazione del Questionario che è spesso lasciata al funzionario intervistatore il quale con modalità non controllate può redigere alla bisogna il modulo delle domande con una scarica di crocette e farlo poi firmare contestualmente, *sic et simpliciter*, all'investitore. Una firma che si aggiunge alle numerose firme di apertura di un conto corrente (spesso sette/otto firme).

Quale sarà mai la consapevolezza aggiuntiva che la redazione di un Questionario MiFID arricchisce l'investitore? Statistiche indipendenti apprezzabili non ve ne sono.

Anche la redazione solitaria dell'investitore lasciato davanti ad un modulo da compilare online non risolve la questione della effettiva comprensione della "ratio", della logica delle domande e di come le risposte effettivamente producano il profilo della propria propensione al rischio.

Vi è infatti la questione amletica del funzionamento interno della formula matematica di pesatura delle domande e di calcolo quantitativo dell'indice complessivo che quantifica effettivamente la propensione al rischio di investimento nel suo insieme.

Il procedimento basato sul Questionario ignora l'aspetto della qualità del prodotto finanziario che potrebbe essere indagato secondo un criterio di confronto rischio/rendimento dei vari prodotti finanziari investibili da quel determinato profilo di rischio. Si arriva dunque ai casi di cronaca in

NOTE

* Analista Indipendente.

** Ingegnere e grafologo professionista

1 https://www.abi.it/DOC_Info/Comunicati-stampa/tmp1196686174310_10Comunicato_MiFID.pdf

cui una obbligazione subordinata bancaria che rende poco più di un titolo sovrano ma ha in pancia un rischio incommensurabilmente superiore: dunque rischio altissimo e rendimento assai basso e lontanissimo dai rendimenti che assumersi quel rischio un corretto mercato pretenderebbe.

Vi è la gamma brutalmente tripartita di profilo di rischio basso, medio e alto rischio o al più pentapartita con aggiunti due ulteriori scalini intermedi tra basso e medio e tra medio e alto rischio con sfumature del tutto arbitrarie di collocamento quando si sia in prossimità dei confini tra una categoria e la successiva.

Vi è poi la questione, sovente non controllata, della revisione del profilo. Oppure al contrario – e questo è emerso da numerose inchieste giudiziarie – di una revisione successiva correlabile allo scopo di far entrare in portafoglio uno strumento finanziario altrimenti non adeguato. Ed anche casi di spudorati taroccamenti del profilo che davano lauree e conoscenze tecniche a risparmiatori che non le avevano affatto.

E, non certo per ultimo, la banale constatazione che questo strumento si presta per sua costruzione a operazioni manovriere che tendono a sbilanciare il tavolo di confronto intermediario-investitore ancor più a favore dell'intermediario.

Tutto ciò dovrebbe instillare negli studiosi e ricercatori della materia una maggiore sensibilità di approfondimento di questa questione di fragilità di tutto il modello impostato sul Questionario che viene mostrato e generalmente accettato, invece, come procedura validata scientificamente e dunque di applicazione ineluttabile e automatica.

Ebbene, la catena metodologica che lega il Questionario con il modello di valutazione corredato da un sistema di punteggi assegnati alle risposte chiuse e la formula (magica?, il miracolo?) che arriva a definire una attribuzione del profilo di rischio dell'investitore, diventa oggetto delle riflessioni di questo articolo.

Desideriamo ragionare sul rigore di validità scientifica del metodo del Questionario MiFID, discostandoci metodologicamente da coloro che ne prendono semplicemente atto, quali ingranaggi esecutivi di una burocrazia acefalo-cartacea o cartaceo-digitalizzata.

L'investitore finanziario, questo sconosciuto

Qualche settimana fa, chiacchieravo con un conoscente mentre tornavamo in pullman al nostro paesello arroccato sulle pendici del lago di Como godendoci lo scenario manzoniano dell'imbrunire. L'amico, mi diceva, parlando di investimenti finanziari e banche: "sai, la mia anziana madre non è riuscita a riprendersi dopo la perdita di una cifra per lei importante (era incappata nelle obbligazioni Parmalat) e io credo - diceva sempre l'amico - che ne sia morta di crepacuore".

Tragedia familiare isolata o esempio di una problematica sociale di un sistema di valori?

E comunque il rapporto con il danaro e con il proprio patrimonio finanziario è una costruzione culturale e sociale che la nostra modernità ha reso molto più presente ed importante alla percezione soggettiva e dunque molto più presente al nostro intendere, conoscere, agire, nonché reagire. Insomma al nostro esistere.

La modernità ha certamente introdotto nei mercati e nei prodotti finanziari un aggravio inaudito di complessità che non sono neanche completamente maneggiabili o forsanche tutte insieme comprensibili da chi possa anche sfoggiare sulle pareti del proprio ufficio lauree e MBA di matematica, finanza ed economia.

E come nel groviglio di leggi e norme sia gli avvocati di mestiere che i principi del Foro hanno le loro difficoltà per un maneggio appropriato della complessità normativa e giudiziaria così nel processo di scelta tra la moltitudine dei prodotti di investimento sia i consulenti finanziari che i supposti guru della finanza, hanno tutti le loro difficoltà ed inciampi.

Aggiungiamo a queste complessità e grovigli anche il problema di riconoscere e valutare non solo le cangianti esigenze finanziarie dell'investitore ma anche i suoi umori e le sue angosce fluttuanti a seconda delle situazioni perché sovente sollecitate delle ondate allarmistiche o entusiastiche frutto di una onnipresente comunicazione mass-mediatica.

E allora diciamocelo in tutta franchezza, stiamo trattando di questioni effettivamente assai complesse quasi come far costruzioni sui terreni assai instabili degli altalenanti mercati, nonché sulle sabbie piuttosto mobili degli umori degli investitori. Una missione piuttosto eroica è dunque quella di garantire da un lato la profonda comprensione dei mercati e dei prodotti finanziari e di costruzione di portafogli adatti e dall'altro lato la profonda comprensione dell'intimo universo di esigenze, del carattere e dei sentimenti dell'investitore.

E quando la complessità richiede una

missione eroica, ecco allora che si prendono le scorciatoie, che a seconda delle circostanze possono risultare scorciatoie furbe o forsanche codarde rispetto a una assunzione di responsabilità professionale.

Occorrerebbe comunque che ci sia diffusa consapevolezza tra gli operatori che pur di scorciatoie si tratta.

La scorciatoia intrapresa dall'impianto della normativa MiFID è quella che, sostanzialmente, tende a banalizzare la questione della comprensione dell'universo delle esigenze e della psicologia dell'investitore con una procedura semplice fatta di tre ingredienti: 1- un questionarietto, 2- un modellino di pesatura alle domande e 3- una formuletta che calcola un presunto indice di propensione al rischio. Facile, no?

Non volendo noi prendere scorciatoie, affronteremo con un approccio innovativo, il metodo di indagine grafologico, la fondamentale questione di **come rilevare e misurare il concetto del rischio finanziario dell'investimento nella dinamica del temperamento e della reazione soggettiva dell'investitore ai fattori ansiogeni di perdere o euforici di guadagnare.** Questo approccio approfondisce gli aspetti esistenziali e motivazionali nonché emotivi ignorati dal Questionario MiFID.

I fattori personali di reazione al concetto di rischio sono assai rilevanti e non ragionevolmente ignorabili.

Il potente strumento di indagine grafologica, con il suo bagaglio di metodiche analitiche, è strumento che troviamo adatto per rilevare l'ambito – generalmente ignorato – delle abilità intellettive, comportamentali e attitudinali dell'investitore.

In altri termini, come potrebbe definirsi in caratteristiche di abilità e talenti un investitore disposto a rischiare in un prodotto finanziario? E rischiare quanto, ragionevolmente?

Occorre prima di tutto definire il "ragionevolmente".

Dal punto di vista dell'investitore il "ragionevolmente" spesso è indeterminabile perché egli manca della cultura necessaria per trasformare in numeri, secondo ragione e dunque calcolo, quanto sia il rendimento atteso che ha uno strumento finanziario e poterlo confrontare rispetto il rischio assunto. Questo compito spetterebbe al prospetto informativo del prodotto finanziario in fase di collocamento, ma Consob ha reso eunuco il prospetto informativo eliminando dallo stesso la tabella degli scenari probabilistici che avrebbe mostrato un numero sufficiente di esempi di quante probabilità ci siano di perdere ed in che percentuale[2].

Dal punto di vista dell'intermediario, il "ragionevolmente" si traduce – o si dovrebbe tradurre – in un "desiderata", ovvero l'intermediario dovrebbe desiderare che il cliente non solo sia consapevole ma sia anche pronto all'investimento per attitudine e inclinazione a reagire; insomma, che abbia un cervello preparato ad affrontare un'eventuale perdita di una certa consistenza. In altri termini il cliente che ha acquistato un prodotto finanziario sia pronto "con il suo temperamento e il suo carattere" ad affrontare un'eventuale perdita.

Questo è un punto centrale dell'indagine che vogliamo affrontare.

L'errore classico che viene fatto nella nostra società di impronta superficialmente efficientista o ottusamente razionalista a compartimenti stagni, soprattutto se considerata in un ambito economico e finanziario, è che ci si scorda o si sminuisce l'importanza - troppo spesso - dell'impatto di emozioni e sentimenti.

La gestione delle emozioni implica la crescita culturale ed insieme emotiva dell'individuo. La non adeguata gestione delle emozioni è un handicap che la modernità tende a rimuovere. Riflettiamoci, quanti soggetti pur acculturati e superficialmente intelligenti, portano con se delle vulnerabilità emotive di evidenza anche fanciullesca?

Quanti personaggi emergono in certe condizioni emotivamente bambini ancora a 30 anni e rischiano di andare psicologicamente in pezzi davanti ad una non gestita frustrazione? O peggio, quanti suicidi, o maltrattamenti in famiglia a mogli e figli, o fragilità ricoperte da sostanze dopanti, alcol o droga sono la conseguenza da

NOTA

2 La questione della censura per indicazione di Consob della tabella degli scenari probabilistici dai prospetti informativi dei prodotti finanziari è emersa con straordinaria attualità ed importanza con il caso dei fallimenti delle quattro banche (Banca Marche, Banca Etruria, CariChieti e Cassa Ferrara) e dell'annullamento del valore dei titoli obbligazionari subordinati emessi da queste banche. Certamente un investitore avrebbe meglio qualificato la decisione del proprio investimento se avesse letto che la probabilità di perdere metà del valore investito nel titolo fosse stata, ad esempio, del 30% per un titolo che rendeva poco più di una obbligazione di un emittente Stato sovrano.

Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale

impreparazioni di crescita psicologica?

Ecco, in questo ambito analitico soggettivo certamente importante anche ai fini di una resilienza a perdite finanziarie e alla gestione delle proprie emozioni il metodo grafologico può risultare assai utile.

Un fattore emotivo che accompagna la razionalità che avvolge sia gli investitori ma anche gli stessi operatori, dipendenti e incaricati dall'intermediario.

La banca dovrebbe volere, dunque, che il cliente non si facesse prendere né dall'euforia né dall'angoscia di certe situazioni dei mercati e della borsa e sia responsabile nelle sue scelte. La banca dovrebbe volere, dunque, a tutela del proprio valore reputazionale che anche il suo rappresentate non si facesse prendere né dall'euforia né dall'angoscia di certe situazioni.

Per sintetizzare, il cliente investitore per essere "adeguato" nel senso di essere pronto ad assumersi le diverse entità di rischi finanziari deve saper:

- resistere allo stress dovuto a grosse frustrazioni (capacità trasversale)
- essere notevolmente concreto (capacità trasversale)
- possedere una forte capacità di previsione (abilità intellettuale)
- essere mediamente spavaldo (capacità trasversale)

Considerando le quattro sopra elencate attitudini personali ecco che con l'utilizzo del metodo grafologico che le individua specificamente è possibile collocare l'investitore in varie categorie di propensione al rischio (alto, medi, basso).

In altre parole, per esercitare una determinata attività o mestiere bisogna possedere delle capacità specifiche intellettuali (analisi, sintesi, intuizione, memoria, critica, etc.) e i processi cerebrali di queste ultime corrispondono alle abilità intellettive.

Ci sono invece capacità che non sono inerenti a uno specifico mestiere o mansione, ma che sono necessarie in vari campi e possiamo qualificare queste come "capacità trasversali" (relazionale, affidabilità, senso del sacrificio, costanza, correttezza, etc.).

La procedura classica di calcolo del profilo MiFID

La Direttiva MIFID - Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/CE) - viene recepita in Italia e resa operativa a partire dalla delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 che qualifica il Nuovo Regolamento Intermediari. Assogestioni – Associazione italiana dei gestori del risparmio[3] – così sintetizza l'obiettivo:

1. *ampia conoscenza del cliente e conseguente valutazione di adeguatezza, per i servizi di consulenza e di gestione di portafogli (artt. 39 e 40);*
2. *più ridotta conoscenza del cliente e conseguente valutazione di appropriatezza per tutti gli altri servizi d'investimento (art. 41 e 42);*
3. *possibilità, per i servizi di (mera) esecuzione di ordini per conto dei clienti e/o di ricezione e trasmissione di ordini, di prescindere – al ricorrere di specifiche condizioni e nei limiti delle stesse – dalla conoscenza del cliente e dalla conseguente valutazione di appropriatezza (art. 43).*

Il Questionario MiFID rappresenta, nell'ambito della direttiva, il punto cardine per poter stabilire la cosiddetta "ampia conoscenza" del cliente da parte dell'intermediario. Assogestioni qualifica le linee guida del settore sulla base delle normative in un documento operativo largamente seguito dagli intermediati. In questo documento viene descritta una metodologia di riferimento per dar l'esecuzione agli "obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza". In tale documento ritroviamo specificato in dettaglio un esempio di Questionario a risposte chiuse e la modalità di punteggi per arrivare a calcolare il giudizio sintetico sulla propensione al rischio dell'investitore.

La normativa ha voluto distinguere i due concetti di adeguatezza e appropriatezza.

L'adeguatezza è concetto che fa sostanziale riferimento ai prodotti finanziari: un prodotto finanziario viene qualificato adeguato o non adeguato.

L'appropriatezza è concetto che fa sostanziale riferimento ai servizi finanziari: un servizio di investimento è appropriato o non appropriato.

In questo documento ci limitiamo a indagare l'adeguatezza.

Una volta redatto il Questionario, una formula – sovente non resa trasparente all'investitore e neppure all'intervistatore – calcola un indice sintetico della propensione al rischio che corrisponde alle risposte date al Questionario.

Infatti, a ogni domanda del Questionario per la valutazione di adeguatezza

NOTA

3 Assogestioni: Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR - linee guida

ESEMPIO DI QUESTIONARIO MIFID COMPLIANT (Assogestioni)	
	Tipologia
A	Investitore retail
B	Investitore professionale di diritto
C	Investitore professionale su richiesta
1	**Conoscenza delle tipologie di OICR**
A	Fondi liquidità
B	Fondi azionari
C	Fondi obbligazionari
D	Fondi bilanciati
E	Fondi flessibili
F	Fondi di fondi
G	Fondi speculativi
2	**Livello di conoscenza degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento**
A	Basso: nessuna conoscenza /conoscenza limitata a strumenti finanziari di ampia diffusione, come i titoli di Stato, le obbligazioni ordinarie, ecc.
B	Medio-basso: conoscenza anche di strumenti finanziari come azioni, quote di fondi comuni di investimento, azioni di SICAV, ecc.
C	Medio: conoscenza anche delle caratteristiche di strumenti/prodotti finanziari come, ad esempio, le polizze finanziarie assicurative o dei servizi di gestione di portafogli
D	Medio-alto: conoscenza anche delle caratteristiche di strumenti/prodotti finanziari come i derivati regolamentati, le obbligazioni strutturate, ecc.
E	Alto: conoscenza delle caratteristiche di strumenti/prodotti finanziari come i derivati molto complessi, dei fondi speculativi
3	**Operatività in investimenti finanziari**
A	Nessuna
B	Limitata a titoli di Stato, obbligazioni ordinarie
C	Rappresentata anche/solo da azioni e/o quote di fondi comuni di investimento/prodotti assicurativi
D	Rappresentata anche/solo da gestioni patrimoniali individuali
E	Estesa anche a strumenti derivati e/o fondi speculativi
4	**Frequenza media delle operazioni in investimenti finanziari negli ultimi ___ mesi**
A	Meno di n._____ operazioni
B	Più di n._____ operazioni
5	**Controvalore medio delle operazioni in investimenti finanziari negli ultimi ___ mesi**
A	Meno di n._____ operazioni
B	Più di n._____ operazioni
6	**Livello di istruzione**
A	Diploma
B	Laurea
C	Laurea in discipline economiche – finanziarie
D	Altro

Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale

ESEMPIO DI QUESTIONARIO MIFID COMPLIANT (Assogestioni)

7	Professione attuale
A	Settore finanziario con specifiche competenze finanziarie
B	Altro
8	Professione precedente negli ultimi 12 mesi
A	Settore finanziario con specifiche competenze finanziarie
B	Altro
9	Specifiche esperienze in materia finanziaria
A	No
B	Si, specificare quali
9	Quota risparmio annuo, vale a dire, percentuale del reddito annuo destinata al risparmio sottratte le spese correnti, le spese straordinarie e gli eventuali impegni finanziari (rate prestiti personali, mutui, vitalizi)
A	Nessuna
B	Inferiore al ___ %
C	Superiore al ___ %
10	Entità del patrimonio da dedicare a investimenti di natura finanziaria in percentuale rispetto al patrimonio complessivo
A	Meno del ___ %
B	Tra il ___ % e il ___ %
C	Più del ___ %
11	Aspettativa di crescita del reddito personale nei prossimi ___ anni
A	Crescita
B	Stabilità
C	Variabilità
12	Periodo approssimativo di tempo entro il quale il capitale investito o parte significativa di esso potrebbero essere necessari
A	Più di 7 anni
B	3-7 anni
C	1-3 anni
D	Meno di 1 anno
13	Fonti del reddito personale (solo riferito a clienti persone fisiche)
A	Lavoro a tempo determinato
B	Lavoro a tempo indeterminato
C	Lavoro autonomo/imprenditore
D	Altro
14	Attività esercitata (solo riferito a clienti diversi dalle persone fisiche)
A	Commerciale
B	No profit
C	Altro

ESEMPIO DI QUESTIONARIO MIFID COMPLIANT (Assogestioni)

15	Orizzonte temporale dell'investimento
A	Breve (fino a 1 anno)
B	Medio (da 1 a 3 anni)
C	Medio-lungo (da 3 a 7 anni)
D	Lungo (oltre i 7 anni)
16	**Propensione al rischio e finalità dell'investimento**
A	**Bassa** (protezione del capitale nel tempo e ricezione di flussi di cassa periodici anche contenuti, costanti e prevedibili; nessuna tolleranza di oscillazioni del valore dell'investimento)
B	**Medio-bassa** (crescita costante del capitale nel tempo ma moderata, tollerando piccolissime oscillazioni del valore dell'investimento, in particolare, inferiori al ...%)
C	**Media** (crescita moderata del capitale nel tempo, tollerando oscillazioni anche apprezzabili del valore dell'investimento, in particolare, fino al ...%)
D	**Alta** (crescita significativa del capitale nel tempo, tollerando oscillazioni rilevanti del valore dell'investimento, in particolare, fino al ...%)

Fonte: Assogestioni: Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR - linee guida

corrisponde una serie di risposte chiuse che vengono esposte secondo un ordine di maggiore rischio a cui viene associato un punteggio, anche indicato come "score" e il metodo è detto di "*scoring*", nell'anglofono gergalese finanziario.

Il modello di valutazione determina, dunque, un numero attraverso una formula che somma tutte le risposte pesate per un peso deciso arbitrariamente da ciascun operatore e, collocando questo numero in una scala graduata di rischio, viene il profilo di rischio del cliente.

Il sistema di pesatura delle risposte viene predefinito sulla base dell'importanza relativa che viene decisa dall'intermediario. Ad esempio, ai fini della valutazione di adeguatezza, il modello può privilegiare la conoscenza degli strumenti finanziari (ed assegnando un peso maggiore) rispetto al livello di istruzione (peso relativamente inferiore) o può assegnare un punteggio maggiore alla conoscenza di strumenti finanziari complessi rispetto a strumenti finanziari non complessi.

I punteggi delle risposte alle varie domande vengono quindi sommati o assemblati con una formula (magica?, miracolo?), ed il numero che risulta dalla somma rappresenta un livello che quantifica la valutazione di profilo di rischio di quello specifico cliente/investitore.

Per poter associare il profilo di rischio (basso, medio basso, medio, medio alto, alto) dell'investitore con il rischio associato al prodotto finanziario vengono divise delle categorie per fasce di punteggi (Tabella 1).

Un punteggio di 30, ad esempio, individua la categoria di rischio Medio Basso (punteggio tra 21 e 40).

Sul fronte dei prodotti finanziari, viene deciso e calcolato un valore quantitativo che rappresenti il rischio, o per tipologia del prodotto finanziario (ad esempio: fondi monetari, obbligazionari, flessibili, azionari, hedge, single/multi manager, ecc.), o per le caratteristiche del

propensione al rischio Basso	punteggio tra 0 e 20;
propensione al rischio Medio Basso	punteggio tra 21 e 40
propensione al rischio Medio	punteggio tra 41 e 60
propensione al rischio Medio Alto	punteggio tra 61 e 80
propensione al rischio Alto	punteggio tra 81 e 100

Fonte: Assogestioni "Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR - Linee guida"

Tabella 1

Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale

BASSO 0-20	MEDIO-BASSO 20-40	MEDIO 40-60	MEDIO ALTO 60-80	ALTO 80-100
Fondi monetari	Fondi Flessibili (investimenti prevalenti di natura obbligazionaria)	Fondi Flessibili (investimenti prevalenti di natura azionaria)	Fondi di Fondi (Volatilità alta)	Fondi riservati
Fondi Obbligazionari (Volatilità medio bassa)	Fondi Flessibili (Volatilità medio bassa)	Fondi Flessibili (Volatilità medio alta)	Fondi azionari (Volatilità medio alta)	
	Fondi di Fondi (Volatilità bassa)	Fondi di Fondi (Volatilità media)	Fondi azionari (altamente investiti)	
	Fondi obbligazionari (Volatilità medio alta)	Fondi Azionari (Volatilità medio bassa)	Fondi Hedge (Volatilità medio alta)	
		Fondi Azionari (non altamente investiti)		
		Fondi Hedge (Volatilità medio alta)		

Fonte: Assogestioni "Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR - Linee guida"

Tabella 2

portafoglio (componente prevalente in portafoglio, percentuale dell'investito, ecc.), e/o per dei parametri che quantifichino il rischio (rating, volatilità, VaR, ecc.).

Deciso e calcolato l'indice di rischio, si procede a collocarlo in una scala di riferimento standardizzata, ad esempio una scala da 0 a 100, o a collocarlo in un giudizio sintetico per categoria di rischio: BASSO, MEDIO-BASSO, MEDIO, MEDIO-ALTO, ALTO rischio.

Ad esempio, Assogestioni classifica le varie categorie di fondi in una scala descritta in Tabella 2.

La valutazione di adeguatezza del prodotto finanziario ad un determinato profilo di rischio dell'investitore viene completata incrociando i due risultati. In altre parole, si associa il profilo dell'investitore rappresentato dal suo punteggio di rischio con la stessa classe in cui viene collocato il profilo del prodotto finanziario qualificato per il suo punteggio di rischio.

Un prodotto risulta adeguato per l'investitore se il profilo dell'investitore è uguale o superiore al profilo del prodotto.

Ad esempio, la matrice sopra riportata consente di determinare che un investitore con un punteggio di rischio di 30 si colloca nel profilo di rischio di investitore Medio Basso. E dunque i prodotti adeguati alla sua categoria sono:

- Fondi Flessibili (investimenti prevalenti di natura obbligazionaria);
- Fondi Flessibili (volatilità medio bassa);
- Fondi di Fondi (bassa volatilità);
- Fondi obbligazionari (volatilità medio alta).

A cui si aggiungono quelli, meno rischiosi, delle categorie precedenti (basso rischio, classe 0-20):

- Fondi monetari;
- Fondi obbligazionari (volatilità medio bassa).

I prodotti delle classi di rischio a punteggio medio rischio (classe 40-60) e superiori risultano, dunque, inadeguati.

Il modello grafologico di interpretazione della propensione al rischio finanziario

La grafologia è una tecnica che mira a dedurre caratteristiche attitudinali, comportamentali e psicologiche di un individuo attraverso l'analisi della sua grafia. Tutti i capiscuola delle varie correnti grafologiche partono dalla convinzione che la scrittura sia il prodotto di una complessa attività neuromuscolare.

Così il fondatore della scuola grafologica italiana, Padre Girolamo Moretti ha definito la grafologia: "**Scienza sperimentale che dal solo gesto grafico di uno scritto rivela le tendenze sortite da natura o innate**", concependo in maniera specifica che il segno grafologico è anche una diretta registrazione della struttura costituzionale e dunque fisica, nonché psicologica di chi scrive.

La grafologia non esamina il contenuto, le parole, i concetti, ma la forma, il disegno, il movimento della mano che danno come risultato finale il documento scritto dalla mano stessa.

Proprio attraverso questo movimento, forma e disegno, il grafologo risale dalla periferia al centro, dalla mano fino al cervello che ha comandato e coordinato l'azione dello scrivere.

Si indaga la traccia scritta attraverso le strutture scritte ed i segni grafologici codificati per risalire a caratteristiche attitudinali, comportamentali e psicologiche del soggetto che ne è stato l'autore.

La scrittura è produzione personalissima, assolutamente unica e caratteristica individuale del soggetto che la crea. In essa troviamo noi stessi, la nostra origine neurale e fisica, la nostra sfera neurale emotiva, le nostre esperienze ed abitudini ma anche le nostre attitudini caratteriali.

Il procedimento di indagine grafologica rintraccia all'interno del segno interpretato grafologicamente un percorso che dal presente va alla "storia" vissuta del soggetto scrivente con un approccio e modo di procedere analogo a quello utilizzato da altre scienze come quelle, ad esempio, antropologiche, sociologiche e mediche[4].

Tutte le scienze, in effetti, partono dalle tracce ovvero dai casi e dagli esperimenti singoli per ordinarle e orientarsi a dare spiegazioni di carattere generale, codificandone gli elementi caratteristici e comuni che ne rappresentano le determinanti.

Considerando la scrittura nel suo aspetto caratteristico non verbale – ovvero non semantico inteso come il significato delle parole che vengono scritte – questa scrittura è l'effettivo oggetto di specifica indagine della grafologia, questa limitandosi ai segni, pur potendo arricchire le spiegazioni e l'analisi con i materiali che possono essere aggiunti dalla linguistica, dalla semiologia e dalla teoria della comunicazione. Tutte spiegazioni ed elementi cognitivi che si aggiungono a quelle classiche del simbolismo spaziale e della neurofisiologia che rimangono il campo specifico della grafologia.

La grafologia analizza e classifica elementi della scrittura che vengono chiamati "segni". I singoli segni grafologici rivelano tratti più o meno complessi del carattere e del temperamento, accompagnati da indicazioni sulle motivazioni profonde della personalità e dei suoi processi intellettivi che li hanno vergati attraverso il gesto dello scrivere.

Per ogni segno, nella grafologia morettiana, vengono presentati la definizione, i criteri di misurazione, la spiegazione neurofisiologica e/o simbolica e le indicazioni positive e negative per la potenziale evoluzione del carattere. Si entra in dinamiche estreme e dunque patologiache quando i gradi dei segni grafologici si posizionano agli estremi della scala di misurazione, con conferme o attenuazioni a seconda delle correlazioni con altri segni.

L'esame dei segni, nella grafologia morettiana, parte, in molti casi, dall'esame del gesto grafico con i metodi della geometria analitica e della statistica.

Al profilo attitudinale di propensione al rischio finanziario corrispondono delle determinate qualità del temperamento e del carattere che costruiscono l'attitudine ad essere un investitore con una determinabile propensione al rischio finanziario.

I segni, quindi, possono evidenziare le specifiche qualifiche che abbiamo sopra elencato e che sono:

- resistere allo stress dovuto a grosse frustrazioni;
- essere notevolmente concreto;
- possedere una forte capacità di previsione;
- essere mediamente spavaldo.

I segni grafologici di riferimento usati nel presente modello di indagine per la propensione al rischio finanziario sono

NOTA

4 Ripreso da "GRAFOLOGIA" di Pacifico Cristofanelli edizioni CALDERINI

Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale

quelli della grafologia della scuola morettiana, largamente diffusa in Italia, ma possono essere anche adottati analoghi segni grafologici codificati da altre scuole.

L'attitudine di una persona corrisponde alla combinazione di determinati segni grafologici (i segni grafologici non sono mai slegati tra loro ma rientrano in specifici ambiti di correlazione) ognuno dei quali può essere valutato su una scala graduata, ad esempio da 1 a 10 (che noi prendiamo a riferimento). (Tabella 3)

Elenco dei segni grafologici più importanti ai fini del nostro profilo e delle principali caratteristiche della personalità correlate ad essi

	Segno grafologico	Indicazione Caratteriale	Tipologia di misura
1	**Intozzata II**	Emotività e impressionabilità	Misura le "anomalie" nella coloritura di ogni tratto, rispetto a quello che la "pressione" dello scrivente potrebbe prospettare
2	**Angoli B**	Tenacia nel difendere le proprie idee o testardaggine	Molte lettere ovalizzanti, a, o, d, g, p, q, etc. sono identificabili con ellissi che possiedono tangenti più o meno convergenti che danno la misura di questo segno secondo il grado sessagesimale di convergenza verso l'alto
3	**Mantiene il rigo**	Tenuta sul medio o lungo periodo	Esiste un rigo "ideale" nel nostro cervello che corrisponde a quello in linea retta del quaderno e dal quale si misurano gli scostamenti complessivi
4	**Scattante**	Intuizione	Esiste un rigo "ideale" nel nostro cervello, ut supra, e dal quale si misurano gli scostamenti di ogni singola lettera.
5	**LDL**	Ampiezza di vedute ed empatia	Molte lettere ovalizzanti, a, o, d, g, p, q, etc. sono identificabili con ellissi che possiedono un asse minore e un asse maggiore da rapportare.
6	**LTL**	Grettezza o generosità nei rapporti col "tu"	Distanza tra una lettera e la successiva da rapportare alla larghezza media orizzontale delle lettere
7	**Calibro**	Equilibrio e visione dell'io	Altezza media delle lettere minuscole
8	**LTP**	Avventatezza o Capacità critica	Distanza media tra una parola e l'altra da rapportare alla larghezza media delle lettere
9	**Curva/Angolosa**	Altruismo o egoismo	Molte lettere ovalizzanti, a, o, d, g, p, q, etc. sono identificabili con ellissi che possiedono tangenti più o meno convergenti che danno la misura di questo segno secondo il grado sessagesimale di convergenza verso il basso combinato con indicazioni di forma e velocità
10	**Spavalda**	Slancio verso il futuro o spericolatezza	Indici di forma da quotare per comparazione e per compresenza di altri segni
11	**Fluida**	Scioltezza e spigliatezza	Indici di forma da quotare per comparazione e per compresenza di altri segni
12	**Ascendente**	Entusiasmo o mancanza di buon senso	Allontanamento verso l'alto dal rigo "ideale"
13	**Contorta**	Alta capacità di controllo in itinere	Cambiamento improvviso di inclinazione di una lettera rispetto alla precedente con inclinazione più o meno rilevante
14	**Margine sx**	Nostalgia o distacco dal passato	Distanza media della prima lettera di ogni riga dal bordo sx del foglio A4
15	**Margine dx**	Riluttanza o disponibilità al futuro	Distanza media dell'ultima lettera di ogni riga dal bordo dx del foglio A4

Tabella 3

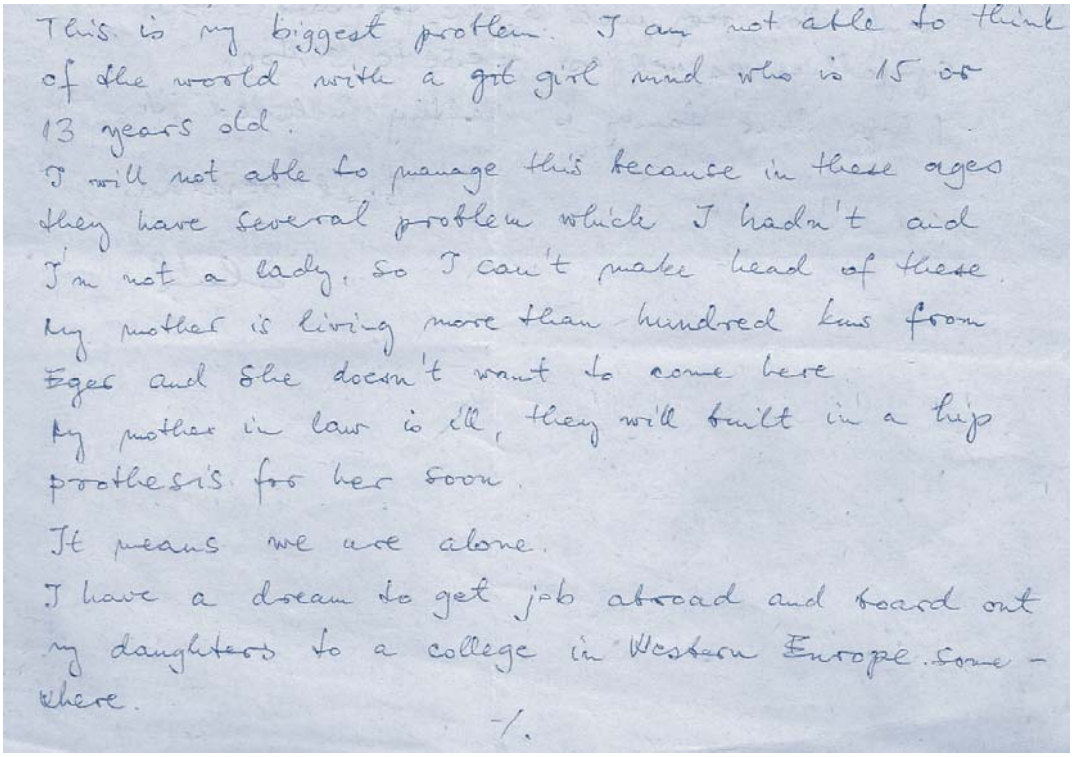
	Indicatore grafologico	RISCHIO BASSO	RISCHIO MEDIO	RISCHIO ALTO
1	**Intozzata II**	3-4	2	1
2	**Angoli B**	> 7	6 - 7	4 - 5
3	**Mantiene il rigo**	< 4	5 - 6	6 - 8
4	**Scattante**	< 3	4 - 6	6 - 8
5	**LDL**	< 3	4 - 5	5 - 7
6	**LTL**	< 3	3	4 - 5
7	**Calibro**	< 1,5 mm; > 5 mm	1,5-2,5 mm; 3,5-4,5 mm	2,0-3,5 mm
8	**LTP**	< 3	4 - 6	6 - 7
9	**Curva**	< 2	3 -4	4 - 6
10	**Spavalda**	> 7	7	5
11	**Fluida**	3	4	5 - 6
12	**Ascendente**	> 3	3	2
13	**Contorta**	< 3	4-5	7 - 8
14	**Margine sx**	< 5 mm	10-25 mm	> 25 mm
15	**Margine dx**	> 30 mm	10-20 mm	< 10 mm

Tabella 4

La Tabella 4 riporta i valori indicativi per una quantificazione e collocamento dell'investitore in una categoria specifica di propensione al rischio finanziario.

Di seguito di casi esemplificativi di scritture.

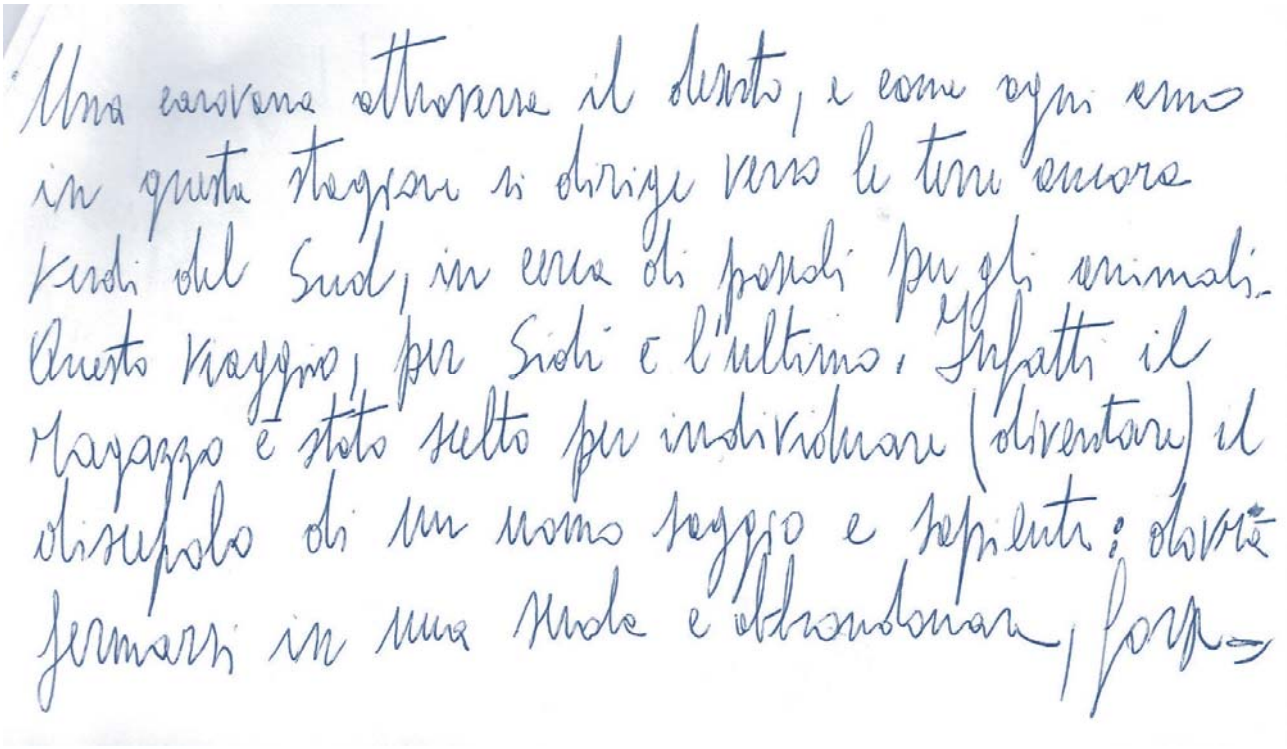
Scrittura di un soggetto con un'alta propensione al rischio



This is my biggest problem. I am not able to think of the world with a git girl mind who is 15 or 13 years old.
I will not able to manage this because in these ages they have several problem which I hadn't and I'm not a lady, so I can't make head of these.
My mother is living more than hundred kms from Eger and she doesn't want to come here.
My mother in law is ill, they will built in a hip prothesis for her soon.
It means we are alone.
I have a dream to get job abroad and board out my daughters to a college in Western Europe. Some - where.
-/.

Questionario MiFID, meglio l'esame della scrittura del test attuale

Scrittura di un soggetto con una propensione medio-bassa al rischio



Bibliografia

- **Grafologia** – Pacifico Cristofanelli – Calderini
- **Trattato di Grafologia** – Girolamo Moretti – Edizioni Messaggero Padova
- **L'attività Grafica in età evolutiva** – Silvio Lena – Libreria Moretti Urbino
- **Dizionario Grafologico** – Nazzareno Palaferri – Libreria Moretti Urbino
- **Facoltà intellettive, Attitudini Professionali, dalla Grafologia** – Girolamo Moretti – Edizioni Messaggero Padova
- **Scrittura e cervello** – Rudolph Pophal – Edizioni Messaggero Padova
- **Neuropsicologia del linguaggio grafico** – Aleksandr Romanovic Lurija – Edizioni Messaggero Padova
- **Il carattere dalla scrittura** – Jules Crépieux Jamin - Quattroventi
- **L'orientamento scolastico e professionale attraverso l'analisi della scrittura** – Sante Bidoli – Edizioni Nuove Ricerche

(riproduzione riservata)




di Andrea Casadei* e Federica Cembali **

Responsabilità sociale e investimenti: quanto pesa l'impatto sociale

Introduzione

Esistono molte cose che la società e gli individui reputano importanti e a cui attribuiscono valore, ma non necessariamente tale valore viene sempre tradotto in termini puramente economici; non è un caso che il termine "Impatto sociale" rappresenti ormai saldamente, anche nell'immaginario collettivo, un'innovazione tramite cui cercare nuove soluzioni, o soluzioni alternative, a problemi socialmente rilevanti grazie a una radicale ricombinazione dei fattori (prodotti, servizi, modelli) e delle relazioni tra gli attori che cooperano a tal fine.

La finanza ad impatto, ed in particolare gli investimenti socialmente responsabili, o "*Socially Responsible Investments*" si fondano sull'inclusione di considerazioni di ordine ambientale e/o sociale a complemento delle valutazioni di carattere finanziario che vengono svolte nel momento delle scelte di acquisto o vendita di un titolo, o nell'esercizio dei diritti collegati alla sua proprietà.

Le considerazioni di matrice sociale ed ambientale hanno un peso tale da permettere agli investimenti ad impatto di basarsi sull'innovazione e sui capitali per introdurre una terza dimensione all'interno del mercato di capitali, che si affianca ai profili tradizionali di rischio e ricavo, ovvero l'impatto.

Così facendo, l'*impact investing* genera impatti positivi e misurabili, a livello sociale e/o ambientale, ponendo rimedio ad una serie di problematiche complesse che le istituzioni e le politiche di stampo tradizionale non sono più in grado di contrastare singolarmente. Allo stesso tempo, però, l'*impact investing* propone ritorni di tipo finanziario, avvalendosi di imprenditori, investitori, fondazioni, leader del settore pubblico, imprese non profit e intermediari finanziari, accomunati dall'obiettivo di utilizzare il capitale privato per perseguire scopi volti al miglioramento del benessere pubblico.

Pertanto, l'obiettivo del presente articolo è quello di esplorare il tema degli investimenti di impatto e la sua importanza in relazione alle scelte e alle considerazioni degli investitori e degli analisti finanziari, nella consapevolezza che, sebbene la finanza ad impatto sociale sia di matrice anglosassone e nell'alveo di questo mercato si è inizialmente sviluppata, si tratta di un fenomeno che va consolidandosi anche in ambito italiano.

Impact Investing a colpo d'occhio

L'*impact investing* si basa, appunto, sull'impatto generato dalle decisioni di investimento. Per questo motivo l'investitore che sceglie questa corrente è spinto dall'intenzione di generare un impatto sociale, aspettandosi, allo stesso tempo, di generare un rendimento economico. I tassi di rendimento atteso associati alla finanza d'impatto sono flessibili e nella maggior parte dei casi si posizionano a livello di mercato e, naturalmente, gli impatti derivanti da queste scelte devono essere misurabili, poiché solo il monitoraggio e il *benchmarking* degli effetti generati assicura la trasparenza e l'*accountability*.

L'*impact investing* si basa sulla selezione di titoli di società, perlopiù quotate, che svolgono la propria attività secondo principi di trasparenza e di correttezza nei confronti dei portatori di interesse e che, pertanto, sono rispettose di diversi criteri di responsabilità sociale.

Sebbene si tratti di un fenomeno che si sta sviluppando in questi anni a livello internazionale e che, per quanto riguarda l'ecosistema italiano, si configura ancora alle fasi iniziali, è innegabile un certo grado di interesse che porta a ritenere che questa corrente si consoliderà sensibilmente negli anni a venire, soprattutto perché questo tipo di investimenti può essere implementato sia da singoli individui (che operano direttamente o attraverso la mediazione dei gestori),

* Socio Aiaf dal 2011, Direttore e Fondatore Centro Studi BilanciaRSI™ (www.bilanciarsi.it) e responsabile del corso in "Accountability ed Etica degli Affari" presso il Master organizzato dalla Scuola di Specializzazione in Studi sull'Amministrazione Pubblica (SPISA), dell'Università di Bologna.

** Consulente di BilanciaRSI, svolge attività di ricerca sugli sviluppi a livello nazionale ed internazionale inerenti alla Responsabilità Sociale d'Impresa, alla Sostenibilità e alla Legalità delle Organizzazioni.

Responsabilità sociale e investimenti: quanto pesa l'impatto sociale

che dalle istituzioni (fondazioni, FP, enti religiosi, imprese e organizzazioni non profit).

Gli attori interessati a generare un impatto tramite le proprie decisioni di investimento sanno che è possibile contribuire allo sviluppo di un sistema economico più solidale e sostenibile e, allo stesso tempo, prevedere rendimenti finanziari non necessariamente inferiori a quelli altrimenti ottenibili attraverso soluzioni di investimento tradizionale.

Poiché l'obiettivo è coadiuvare la risoluzione di criticità di ordine sociale, la finanza d'impatto porta in primo piano il ruolo di un'imprenditoria innovativa e giovane, che si propone di agevolare la diffusione degli strumenti dell'innovazione sociale, sia in termini di innovazione di processo che di erogazione di singoli servizi, conseguentemente riformando la concezione generale del ruolo del business nella risoluzione dei problemi sociali: si tratta di generare profitto ma anche impatti positivi, impegnandosi in una missione ibrida che tende a cancellare il tradizionale confine fra imprese profit e non profit, fra i mercati di investimenti commerciali e le iniziative di stampo filantropico.

I dati del 2015 raccolti in uno studio di J.P. Morgan e *Global Impact Investing Network* (GIIN)[1] fanno emergere un totale di 60 miliardi di dollari impegnati in *impact investment*, suddivisi per il 35% in *asset* proprietari e per il restante 65% in fondi gestiti in nome e per conto di clienti. Sebbene questa cifra appaia consistente, gli investimenti ad impatto rappresentano ancora solo lo 0.02% dei mercati finanziari globali.

Strumenti e risultati della finanza ad impatto

L'impatto sociale desiderato caratterizza gli investimenti ad impatto, che sono progettati su modelli di misurazione dello stesso e sono resi affidabili dalla relazione tra obiettivi raggiunti in termini di effetti generati e miglioramento sociale e remunerazione del capitale investito.

Concretamente, gli investimenti ad impatto sono resi possibili da una serie di strumenti finanziari diversi per tipologia di intervento, che varia dal debito all'*equity*. Questi strumenti sono resi disponibili da numerosi attori, quali gli istituti di credito, le fondazioni bancarie, gli intermediari assicurativi, i fondi pensione e le cooperative sociali. Principalmente, i prodotti a disposizione dell'investitore ad impatto possono essere categorizzati all'interno di tre filoni principali:

1. strumenti appartenenti ad un insieme tradizionale, e pertanto considerabili come "maturi", messi a disposizione da intermediari di lunga esperienza, che operano secondo regole definite, producendo risultati economici;
2. prodotti e strumenti ancora in fase di sviluppo, offerti da pochi intermediari con un approccio operativo strutturato, per i quali – almeno in questa fase di start up – non sono ancora disponibili informazioni sui risultati economici;
3. prodotti appartenenti ad un insieme nel quale confluiscono strumenti in fase di sviluppo embrionale, nel quale operano da poco tempo intermediari pionieristici.

Per quanto attiene al contesto nazionale, ad oggi, la situazione italiana si contraddistingue per la molteplicità di intermediari tradizionali che, congiuntamente, convoglia circa 175 miliardi di euro verso enti non-profit, imprese sociali e piccole e medie imprese. È inoltre apprezzabile come l'accesso al capitale privato cambia nella misura in cui sempre più operatori *profit-oriented* prestano maggiore attenzione all'impatto sociale delle proprie azioni.

Sebbene la dimensione dell'impatto nell'alveo della finanza tradizionale sia un aspetto innovativo, nel panorama italiano la finanza sociale esiste da molto tempo ed ha avuto origine grazie alle azioni di realtà profit e non-profit, sensibili nei confronti delle necessità sociali dei cittadini e delle comunità: le cooperative, le istituzioni mutualistiche, le casse di risparmio, le banche di credito cooperativo, le casse peota, le fondazioni bancarie. Oltre ai soggetti erogatori di credito, il nostro Paese vanta numerosissime imprese operanti nell'economia sociale, il cui modello più diffuso è quello delle cooperative sociali.

Tuttavia, convivono nel nostro mercato l'elemento sociale e quello economico, e ciò rende difficoltoso esplicitare in modo univoco quale possa essere il mercato della finanza ad impatto sociale, dal momento che domanda ed offerta sono trasversali ai mercati della finanza tradizionale e, al tempo stesso, si intersecano con i mercati tipici del non-profit.

Per quanto attiene ai settori sostenuti da attività di *impact investing*, essi

NOTA:

1 Si veda in merito *Eyes on the Horizon*, studio che coinvolge 146 top executives appartenenti alle categorie di gestione di fondi, fondazioni e istituzioni finanziarie, per raccogliere e comunicare informazioni dettagliate sugli investitori e sugli investimenti d'impatto in diversi settori e aree geografiche.

possono essere individuati in: salute, disabilità, supporto alla famiglia e alla natalità, *housing* ed esclusione sociale. Sostanzialmente, si tratta degli ambiti che presentano maggiori urgenze e, pertanto, anche quelli verso i quali il mercato degli investimenti ad impatto sociale opera con maggior successo.

Accanto agli strumenti, è certamente essenziale esporre le modalità di misurazione dei risultati ottenuti dalla finanza d'impatto, visto che la misurazione dell'impatto sociale rimane un requisito indispensabile per lo sviluppo di questo alveo della finanza. Tuttavia, in questi primi anni di sviluppo e innovazione, la mancanza di *framework* consolidati per la valutazione dell'impatto sociale generato non permette di avere piena contezza dell'efficacia degli investimenti.

A tale asimmetria pone parzialmente rimedio la pratica della rendicontazione sociale, declinata secondo diverse versioni (bilancio sociale, di sostenibilità, ambientale, di missione, degli intangibili) anche in ossequio a diversi standard, principi e linee guida (fra i quali, i preminenti esempi rimangono SA 8000, GRI, Equator, IIRC e altre indicazioni a livello nazionale ed internazionale).

La rendicontazione delle informazioni attinenti gli impatti sociali e ambientali porta con sé un innegabile ulteriore vantaggio: valorizzare la trasparenza delle organizzazioni relativamente agli aspetti non strettamente finanziari garantisce una migliore circolazione delle informazioni e, pertanto, favorisce la comparabilità dei dati diffusi da ciascun mercato; questo circolo virtuoso è in grado di condurre ad una maggiore stabilità ed affidabilità dell'intero sistema.

A questo proposito, l'attitudine di molti investitori e professionisti, è quella di considerare che il processo di analisi del livello di responsabilità sociale delle imprese da includere in portafoglio possa contribuire positivamente alla performance finanziaria, sia in termini di abbassamento dei picchi di rischio socio-ambientale, sia in termini di migliore valutazione degli asset intangibili d'impresa. Come la tendenza empirica tende a dimostrare, esiste spesso una correlazione positiva fra la buona gestione di variabili ambientali e sociali, il consolidamento di un capitale di fiducia e la creazione di valore.

Conclusioni

Il presente lavoro si è proposto di gettare una luce sul fenomeno nascente, ma in rapida espansione, rappresentato dalla finanza d'impatto.

L'*impact investing* ha l'obiettivo di generare, attraverso investimenti in iniziative di imprenditorialità sociale finalizzate alla risoluzione di un problema sociale o ambientale, risultati positivi, che diversamente non si genererebbero.

L'intenzionalità di produrre impatto sociale è, dunque, l'elemento che caratterizza l'investitore sociale, tuttavia, affinché l'*impact investing* possa raggiungere il suo massimo potenziale – mettendo il capitale privato in condizione di risolvere problemi sociali e ambientali pressanti e complessi – è necessaria una partnership più proattiva fra istituzioni pubbliche e settore privato, in ossequio al principio di sussidiarietà che dovrà essere declinato concretamente tramite la compensazione delle mancanze manifestate dal pubblico con nuove forme di cooperazione con i numerosi attori socio economici impegnati ad offrire risposte a nuovi e impellenti bisogni di Welfare.

Per gli investitori coscienti del proprio impatto, gli *impact investments* sono uno strumento di promozione e sostegno per il benessere delle comunità che vanno anche ad incidere sulla crescita dell'imprenditorialità sociale. Le imprese sociali contribuiscono a una forma di crescita intelligente rispondendo con l'innovazione sociale a bisogni non ancora soddisfatti.

(riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf® financial school

Corso di Formazione per Analisti Finanziari

Rilascio del Diploma CIIA® Certified International Investment Analyst

Milano, dal 3 ottobre 2016 al 28 marzo 2017

Obiettivi

Il Corso si propone di fornire una preparazione a livello internazionale specifica in tema di analisi finanziaria e gestione del portafoglio, basata sull'operatività e sulla conoscenza della normativa in tema di mercato mobiliare e dei codici di deontologia professionale. Il Corso è articolato in quattro aree con i relativi esami finali.

Contenuti

- Area propedeutica all' "Analisi Finanziaria" – 40 ore
  Elementi di economia monetaria—Elementi di matematica finanziaria—Elementi di statistica
- Area specialistica "Analisi di Bilancio" – 74 ore
  Analisi di Bilancio—Casi pratici
- Area specialistica "Teoria e tecnica degli investimenti" – 141 ore
  Il mercato mobiliare italiano ed internazionale—Investimenti obbligazionari e prodotti derivati—Investimenti azionari
  Valutazione d'azienda—Valutazione dei titoli azionari—Gestione di portafoglio—Analisi tecnica—Struttura e regolamentazione dei mercati—Principi etici
- Area CIIA "Final" – 49 ore
  Il Corso di Preparazione all'esame internazionale consente di affrontare il secondo livello dell'esame attraverso esercitazioni basate sui testi dei precedenti esami "Final".

Destinatari

Il Corso si rivolge a coloro che sono interessati ad acquisire una aggiornata professionalità nell'ambito delle tecniche di analisi finanziaria, fondamentali per la consulenza finanziaria e gestione dei patrimoni, da svolgere sia in professioni individuali che presso Organizzazioni, Enti, Società/Gruppi, privati e pubblici.

Durata e Orario

La durata sarà di 12 ore settimanali, tutti i pomeriggi, dal lunedì al giovedì dalle ore 16.00 alle ore 19.00, per 255 ore inclusive di 21 ore di esame, dal 4 aprile al 12 ottobre 2016.

Esame

Alla fine di ogni area è previsto un esame scritto facoltativo. L'esito positivo di tali prove consentirà l'ottenimento del Diploma di merito e la conseguente iscrizione all'AIAF come Socio Ordinario.

Diploma di Merito
Iscrizione all'AIAF

Diploma CEFA

Il rilascio del Certified European Financial Analyst (CEFA) riconosciuto dalle Associazioni Europee degli Analisti Finanziari.

Diploma CIIA®

Il rilascio del Diploma CIIA® Certified International Investment Analyst istituito dalla Federazione europea (EFFAS), da quella asiatica (ASAF) e da numerose altre associazioni nazionali.

A cura di ETicaNews

L'ESG nel mondo: l'attualità social responsible vista da ETicaNews

Avviamo, con questo numero, la collaborazione con ETicaNews, è la prima testata economica specializzata sui temi dell'investimento socialmente responsabile, settore cui l'AIAF ha sempre dedicato grande attenzione, che come dimostrano i convegni e le ricerche condotte dal team del socio Andrea Gasperini. EticaNews fornirà una selezione di notizie, ricerche, analisi utili al risparmiatore privato o all'investitore professionale. La società ha lanciato l'area ET.pro pensata per i professionisti ed ET.investi-Sri, la prima newsletter in Italia dedicata ai trend di finanza responsabile (Sri) e ai fattori Esg (www.eticanews.it).

Ricerca accademica su 2.000 report sulle performance Sri

Deutsche Am: l'Esg migliora i rendimenti

17 mar 2016

"Integrare criteri di sostenibilità nelle decisioni di investimento ha per la maggior parte dei casi un'influenza positiva sulle performance degli investimenti". E' il verdetto senza se e senza ma di un ampio studio condotto insieme all'Università di Amburgo.

"Integrare criteri di sostenibilità nelle decisioni di investimento ha **per la maggior parte dei casi un'influenza positiva sulle performance degli investimenti**". E' il verdetto *senza se e senza ma* di un *ampio studio* condotto dall'**Università di Amburgo** e dalla società di gestione **Deutsche Asset & Wealth Management**, divisione dedicata al risparmio gestito del Gruppo **Deutsche Bank**.

Più che uno studio, un **metastudio**. I tre esperti, **Gunnar Friede** (Deutsche Asset & Wealth Management Investment), e l'accoppiata **Timo Busch e Alexander Bassen** (del School of Business, Economics and Social Science, University of Hamburg, Hamburg, Germany), hanno infatti preso in considerazione un data base di **2.000 ricerche eseguite negli ultimi quarant'anni** (vedi figura sotto sul numero totale di studi rilasciati sul tema Esg nel tempo).

Nel dettaglio il team ha analizzato **60 meta studi** riguardanti nel complesso, appunto, 2.000 studi singoli. Il risultato? La negazione del credo ancora troppo diffuso che

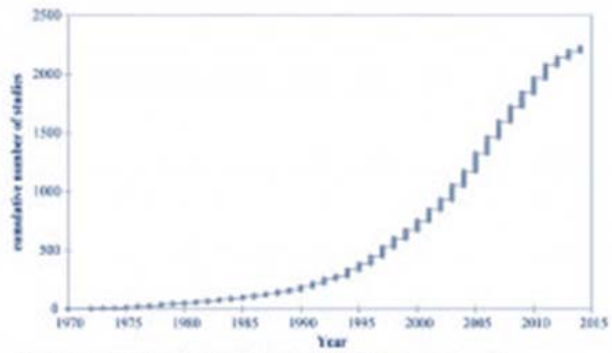


Figure 1. Estimated number of empirical studies on the ESG–CFP relation over time.

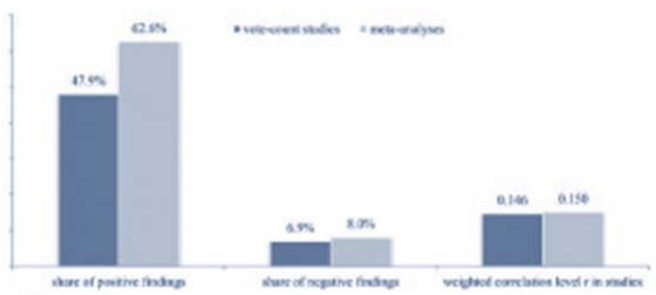


Figure 2. Overall summary results.

L'ESG nel mondo: l'attualità *social responsible* vista da ETicaNews

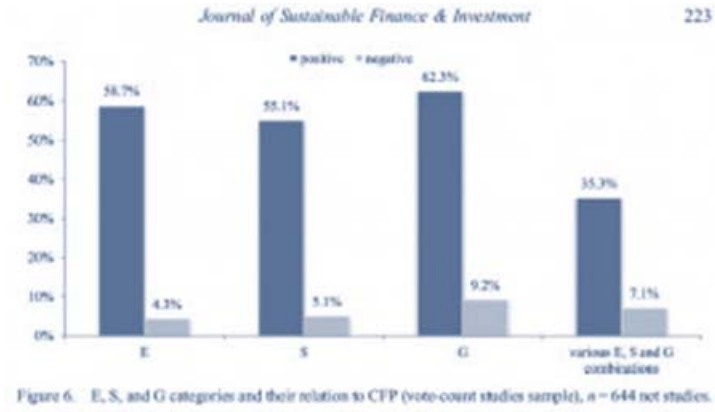


Figure 6. E, S, and G categories and their relation to CFP (vote-count studies sample), *n* = 644 net studies.

considerare le variabili ambientali, sociali e di governance (Esg) nel processo di scelta di investimento possa peggiorare le performance.

I numeri non lasciano dubbi: lo studio ha **trovato una correlazione positiva nel 62,2%** degli studi esaminati. E c'è di più. Nel 90% dei casi non è stata trovata alcuna correlazione negativa dimostrata tra fattori Esg (vedi grafico per la suddivisione dei risultati nelle tre singole variabili) e rendimenti degli investimenti.

Secondo gli autori del meta studio **l'effetto positivo** si riscontra maggiormente nei **mercati nordamericani e in quelli emergenti**.

* * *

ANALISI ET-MONEYMATE

100 euro investiti tre anni fa hanno reso il 17%

La marcia in più dei fondi Sri europei

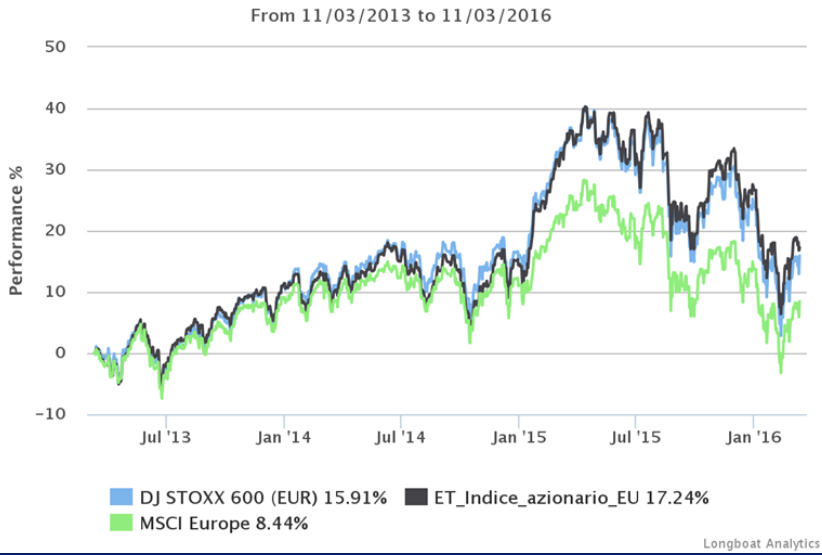
15 mar 2016

Un test fatto con il data base del provider di dati MoneyMate, costruendo un super paniere geografico estrapolato dalla lista del Forum Finanza Sostenibile, evidenzia il maggior rendimento rispetto ai benchmark classici più omogenei come Stoxx 600 e Msci Europe.

Si fa un gran parlare dei vantaggi di rendimento dei fondi che applicano filtri etici nella selezione dei titoli. Ma in pratica è così? Per dare un contributo nel capire come stanno le cose, *ETicaNews* ha eseguito un test. Partendo dal campione di circa 70 fondi azionari sotto il cappello del **Forum per la Finanza Sostenibile**, (leggi ***La Top 5 degli azionari Sri (Italia) dal 2013***), ancora una volta utilizzando il database del provider di dati **MoneyMate**, ha costruito un **portafoglio di soli fondi azionari Sri europei**. Un paniere omogeneo di cui è stata calcolata la performance complessiva ed è stata messa a confronto con l'andamento degli indici azionari classici più simili, ovvero **l'Msci Europe** e il **Dj Stoxx 600** Ecco come è andata.

SOVRAPERFORMANCE

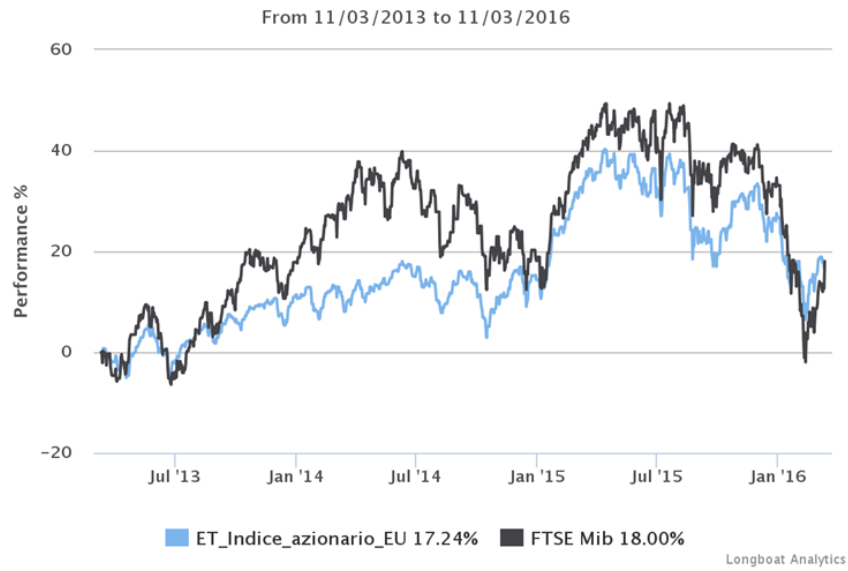
Andiamo dritti al punto: **il superpaniere dei fondi azionari europei Sri vince**. Di poco rispetto al Dj Stoxx 600, alla grande contro il Msci Europe. Nei **tre anni presi come orizzonte** di riferimento, 100 euro investiti in un portafoglio costruito con l'insieme dei prodotti di investimento specializzati



nell'equity Ue considerati dal Forum della Finanza Sostenibile **sono cresciuti oltre i 117 euro** superando i 115 raggiunti dallo Stoxx 600 e surclassando i 108 euro del Msci Europe.

LA VOLATILITÀ DI PIAZZA AFFARI

Se viene presa **come benchmark Piazza Affari,** il confronto diventa ancora più stimolante. A livello di performance il **Ftse Mib regge il confronto**. Ma solo se si prende il **punto finale**. All'11 marzo 2016, cioè alla fine dei tre anni sotto esame, l'indice della Borsa Italiana evidenzia una performance in linea con il paniere etico. Bene. Ma anche a una semplice analisi visiva emerge che Piazza Affari ha avuto un **andamento più nervoso,** per così dire una "volatilità della volatilità" – e quindi un rischio – maggiore.



* * *

Si diffonde l'approccio algoritmico anche nella finanza etica

Gestori quantitativi più ricchi con lo Sri

8 mar 2016

I "quants", che usano formule e *trading system* per prendere decisioni di investimento, sono i nuovi motori dello sviluppo dell'approccio Esg. Certo, non sono spinti da un fine etico, ma in concreto ottengono grande vantaggi per i portafogli.

I gestori quantitativi, ovvero quelli che detti in gergo *quants* usano algoritmi matematici se non addirittura veri e propri *trading system* per prendere decisioni di investimento, sono i nuovi investitori "etici". Ovvero chi sta puntando forte oggi sui titoli Sri (sostenibili e responsabili). Un controsenso forse, tra assenza di *engagement* e scarso azionariato attivo.

Ma solo a prima vista. Perché il messaggio che passa, alla fine di tutto, è in realtà che investire Sri rende di più dell'approccio agli investimenti basati solo su variabili classiche finanziarie.

La provocazione, ma neanche tanto alla prova dei fatti, arriva direttamente da un'indagine fatta dal Financial Times.

Il punto di partenza è l'osservazione che la ormai sdoganata analisi Esg, oltre a generare extrarendimento di per se ha ancora un grado di soggettività elevata. E per questo una nuova stirpe di investitori etici sta prendendo piede: quella che applica un'analisi Esg basata sui freddi numeri come per quella finanziaria classica. La conferma arriva dal provider di indici azionari più importanti al mondo Msci. Matt Moscardi*, senior analyst* del Esg *research team* di Msci: "Un numero sempre più grande di nostri clienti sono *quants*". L'investimento quantitativo usa un set di formule prefissate per gestire un portafoglio, andando in cerca di inefficienze nel mercato.

Sì, perché c'è anche una questione pratica di possibilità di **trovare un extrarendimento nello Sri**, oltre a quello implicito dato dal maggior valore creato nel tempo da un titolo scelto con filtri ambientali, sociali e di governance. Cioè, osservano i quants intervistati dal FT, il fatto che **l'integrazione di fattori Esg nelle decisioni di investimento è stato fatto finora** spesso sì con vantaggio ma anche con molta approssimazione, data **una certa difficoltà ancora ad avere dati di questo tipo che siano "robusti".**

Chi sta sfruttando questo doppio vantaggio dato dall'investire in maniera quantitativa sullo Sri?

Un esempio per tutti. **Auriel,** un fondo alternativo long-shot azionario guidato da **Larry Abele**, ha iniziato a usare le variabili Esg per incrementare i

L'ESG nel mondo: l'attualità *social responsible* vista da ETicaNews

rendimenti fin dal 2009. Abele si dice sicuro che ormai è possibile quantificare precisamente il contributo di questi fattori alla *performance* complessiva ma è anche molto schietto: "Le variabili Esg aggiungono almeno 10 punti base di rendimento su base annuale. Ma badate bene: **noi non siamo in questo business per salvare il mondo**. Non utilizziamo i dati Esg per una spinta etica. Siamo convinti semplicemente che osservare i dati non finanziari come le emissioni di anidride carbonica, la composizione del board o il rispetto del lavoro nella catena di fornitori può contribuire a comporre la corretta analisi di come una società sta andando ancora prima che i risultati finanziari ce lo dicano".

Certo, **i dati Esg non hanno serie storiche lunghe** né sono distribuiti in maniera omogenea da tutte le società sia come qualità sia come forma e ancora più come frequenza di aggiornamento. Ma proprio in questo modo di fornire i dati al mercato le aziende comunicano già tanto di se. Questo impedisce di fare back test robusti.

"Una situazione che sembra simile ai dati a disposizione dai mercati emergenti" sottolinea **Jess Gaspar**, head of quantitative research di **Commonfund**, una società di investimento statunitense con *asset* in gestione per 25 miliardi di dollari. Chi è più attento e bravo a usare questi dati più scarsi, come appunto gli Esg, **può generare rendimenti attraenti**."

In questo contesto i *quants* più avanzati hanno creato modelli matematici con dati **costruiti più da analisi teoriche e intuitive che statistiche**. E' quanto sta facendo **Arabesque Asset Management**, una società di investimento quantitativa che punta appunto a prendere vantaggio dall'opportunità data da investire applicando da fattori Esg.

* * *

ANALISI ET-MONEYMATE

Primo posto a Etica Sgr.analisi ET.-MoneyMate su campione ffs

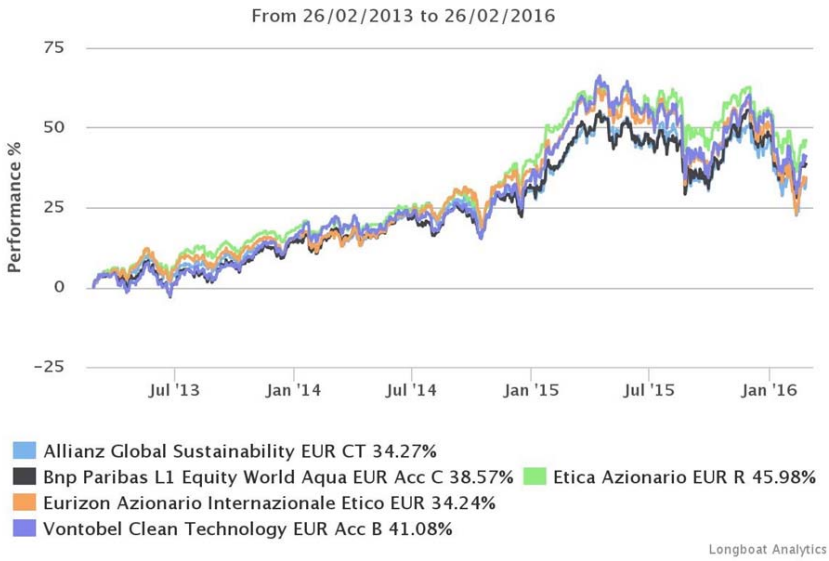
La Top 5 degli azionari Sri (Italia) dal 2013

1 mar 2016

Tutti i migliori Oicr sostenibili possono fregiarsi di ottimi risultati. I due prodotti tematici presenti nei primi posti, firmati Vontobel (tecnologie pulite) e Bnp Paribas (acqua), hanno offerto una performance intorno al +40%. In vetta anche Allianz e Eurizon.

Sono cinque prodotti targati **Etica Sgr, Vontobel, Bnp Paribas, Allianz ed Eurizon** i migliori **fondi di investimento azionari sostenibili e responsabili (Sri)** degli ultimi tre anni che spiccano nel campione di circa 70 fondi azionari sotto il cappello del **Forum per la finanza sostenibile**, analizzato da ***ETicaNews*** (scarica qua il risultato in formato xls) utilizzando il data base del provider di dati **MoneyMate**. Tutti che esibiscono performance da grandi soddisfazioni per gli investitori. Per la precisione va anche detto che nella selezione non sono potuti entrare alcuni fondi Sri che non hanno ancora una "storia" sufficientemente lunga.

L'analisi, concentrata sul periodo compreso dal 26 febbraio 2013 al 26 febbraio 2016, porta alla luce al primo posto il +45% del fondo **Etica Azionario Eur**. Si tratta di un Oicr che diversifica l'investimento sui mercati azionari di tutto il mondo, selezionando attraverso un'analisi socio-ambientale i titoli delle imprese più virtuose dal punto di vista della responsabilità sociale. La gestione finanziaria del portafoglio è affidata ad **Anima Sgr,** società di gestione del risparmio indipendente tra le leader del mercato italiano.



Ma anche gli altri Top 5 azionari possono fregiarsi di ottimi risultati. I due fondi tematici presenti nei primi posti della classifica firmati Vontobel (**tecnologie pulite**) e Bnp Paribas (**acqua**) hanno regalato a chi ha creduto in loro una performance cumulata intorno al +40%.

Ma anche gli altri due fondi azionari internazionali nei Top 5, ovvero l'**Allianz Global Sustainability e l'Eurizon Azionario Internazionale Etico,** possono dirsi soddisfatti per aver fornito ai loro sottoscrittori rendimenti intorno al 34 per cento.

I PROMOTORI CHE PUNTANO SUI 5 FONDI TOP

Ma, alla prova di fatti, dei fondi azionari Sri che formano la Top 5 quanti sono presenti nei portafogli seguiti dagli utenti professionali, in grande parte promotori/consulenti, di **MoneyMate**? I dati (vedi tabella) mostrano una maggiore preferenza tra i professionisti degli investimenti per l'**Allianz Global Sustainability**. Godono di attenzione anche l'Etica Azionario e il **Vontobel Clean Technology**, seguiti dall'Eurizon Azionario Internazionale. Sta invece ancora cercando di ritagliarsi uno spazio il **Bnp Paribas Equity World Aqua**.

CHI CI HA CREDUTO NEL TEMPO

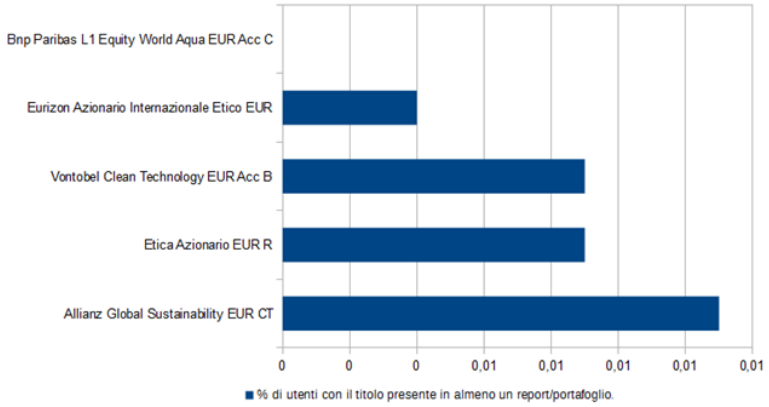
L'analisi dell'andamento storico della Top 5 svela un altro importante risultato. Gli oltre 1.500 investitori che utilizzano il data base di MoneyMate hanno mostrato una gestione attiva nel tempo (vedi grafico) dei fondi azionari Sri nei propri portafogli. Un andamento che fa vedere un uso di questa tipologia di prodotti analoga agli altri fondi comuni non filtrati da criteri di sostenibilità e di responsabilità. Si comprano e si vendono normalmente come gli altri prodotti, tenendo conto della loro natura di fondi azionari globali o tematici.

Dopo una **significativa domanda di fondi azionari Sri** nella prima parte del 2014, spinta anche dal buon momento delle Borse, gli investitori sono probabilmente **passati all'incasso nella seconda parte del 2015**. **Con una ancora più probabile buona performance incassata da chi ha creduto** nei migliori fondi etichettati Sri.

* * *

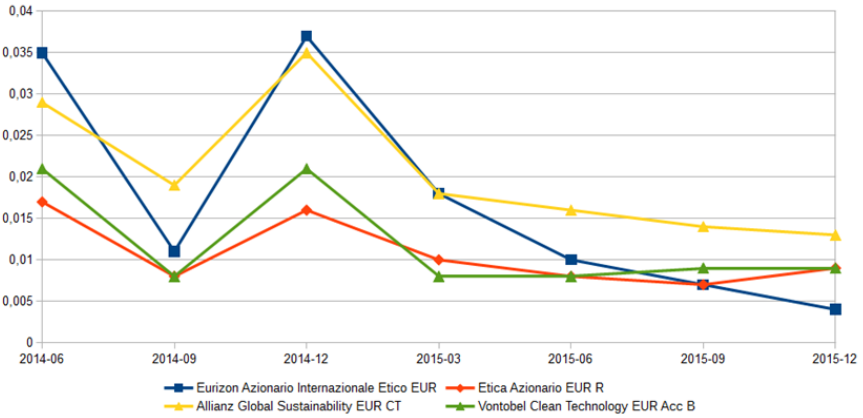
Utenti MoneyMate che trattano il titolo

Analisi effettuata su tutti gli strumenti (reports, portafogli reale e portafogli modello). Campione di dimensioni ottimali.



Storico utenti MoneyMate che trattano il titolo

Analisi effettuata su tutti gli strumenti (reports, portafogli reale e portafogli modello). Campione di dimensioni ottimali.



L'ESG nel mondo: l'attualità *social responsible* vista da ETicaNews

Morgan Stanley dà i voti sulla sostenibilità ai "brands"

Lusso, governance è il grande rischio Esg

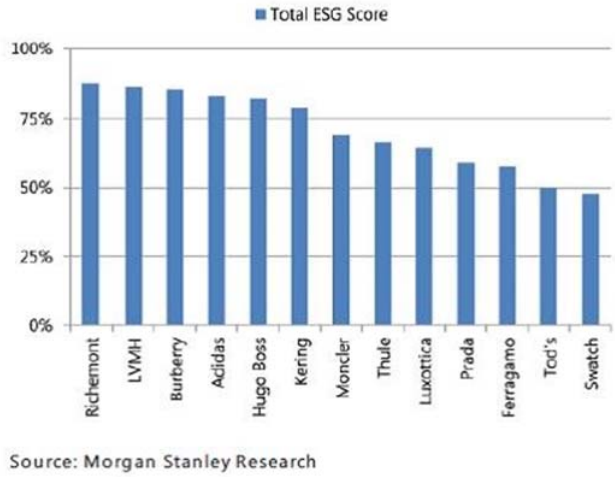
1 mar 2016

Da Lvmh a Prada, da Ferragamo a Tod's, senza dimenticare Luxottica, Moncler, Burberry e altri big del settore: in un ampio report gli esperti di MS analizzano i punti di debolezza e le opportunità legate a regole di governo, *supply chain*, remunerazioni e lavoro.

"La **governance** rappresenta l'area fondamentale per i rischi Esg per i grandi marchi del lusso". Ne sono convinti gli analisti di **Morgan Stanley Research** che in un corposo report sul settore Brands dal titolo **Investor Roadmap on Governance and Sustainability** hanno integrato i rischi e le opportunità di tipo **ambientale, sociale e di governance (Esg)** nel loro processo classico di valutazione.

Certo, i grandi marchi per la natura del loro business devono fare i conti con numerosi fattori Esg, ma gli analisti **si sono focalizzati sui più critici: governance, *supply chain*, e lavoro** "Abbiamo misurato il valore della corporate governance di ogni società analizzando la composizione, l'indipendenza e la *diversity* dei consigli di amministrazione, ai livelli e alle modalità di remunerazione dei manager, oltre ai loro piani di incentivazione".

Il risultato? Una **pagella che in un solo voto racchiude il giudizio** di una grande casa di investimenti come Morgan Stanley sui più grandi nomi del lusso in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di "buon governo" dell'impresa. Un vero e proprio **Esg score.** Ecco come è andata.



Source: Morgan Stanley Research

L'ESG SCORE: VINCITORI E VINTI

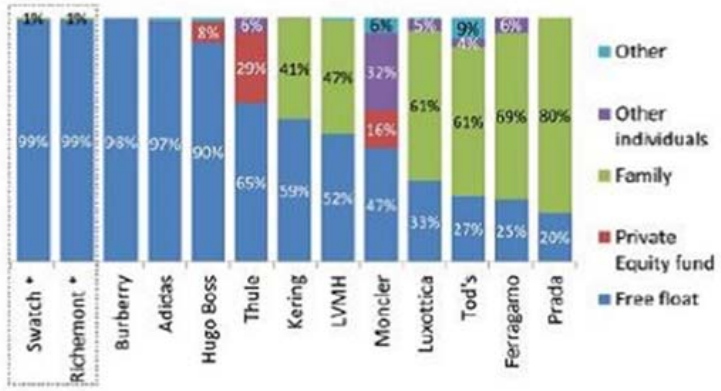
Richemont e **Lvmh** sono emersi come i **leader nella pagella Esg di Morgan Stanley**. Secondo gli analisti queste due società hanno messo a segno risultati molto positivi su tutte i parametri osservati e sono caratterizzate da **bassi livelli di rischi strategici di medio/lungo termine.** Altre società, in realtà, escono vincenti in molte aree relative ai criteri Esg ma mostrano **una più alta esposizione ai rischi di responsabilità aziendale**. E' il caso di **Adidas, Kering, Hugo Boss, Burberry.**

In mezzo alla classifica si difendono tra gli altri le italiane **Moncler** e **Luxottica**, mentre **Prada, Ferragamo, Tod's** e **Swatch** chiudono, nell'ordine, la classifica, mostrando di avere ancora strada da fare per migliorarsi in termini Esg.

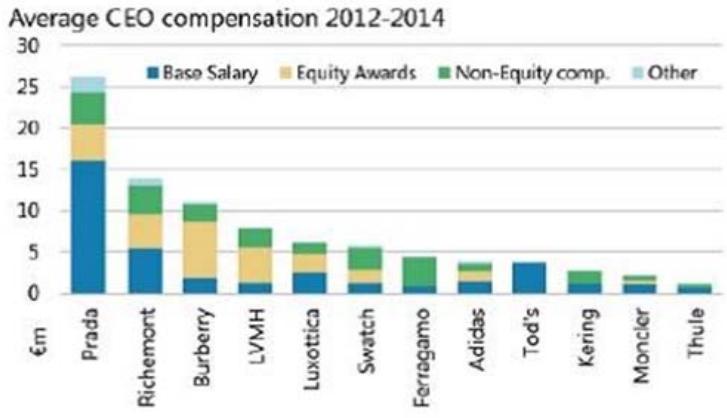
IL RISCHIO DI UN AZIONARIATO TROPPO FAMILIARE

Uno dei rischi più pericolosi per molti titoli del lusso è quello del **passaggio del controllo**, visto che le **grandi famiglie ancora hanno in mano la maggioranza delle azioni.** E non è tutto. Spesso **occupano anche i posti chiave** sul ponte di comando delle società di cui detengono il controllo azionario. Delle 13 corporate messe sotto osservazione, nove (vedi nel grafico sulla composizione dell'azionariato delle aziende del lusso partendo da destra) risultano **ancora controllate dai soci** fondatori, o comunque questi esercitano ancora una grande influenza sulle imprese stesse.

"Questo **non è necessariamente un fattore negativo**" spiegano gli esperti di Morgan Stanley Research, tuttavia **comporta un incremento dei rischi nel medio/lungo termine**, soprattutto quanto non esiste ancora un chiaro



Source: Company data



Source: Company data

società, dall'altro esiste **solo una bassa correlazione di questi con i rendimenti ottenuti dagli azionisti investitori**. Tra i marchi del lusso sotto esame, il range di oscillazione delle remunerazioni (2014) degli amministratori delegati (ceo) varia dai 2 milioni di euro (Ferragamo, Kering) ai più di 20 milioni di euro (Prada, Richemont), con una **forte differenziazione in termini di suddivisione tra stipendi fissi e premi** (vedi grafico). E talvolta con una **trasparenza molto ridotta**.

(riproduzione riservata)

piano di successione.

IL BASSO LEGAME TRA STIPENDI CEO E RISULTATI

Uno dei risultati più eclatanti del report è che se da un lato i **compensi e gli incentivi dei manager variano** in maniera significativa tra società e



di Bruno Ricci*

La regola d'oro per un bilancio chiaro, vero e corretto

L'art. 2423 del codice civile invita il redattore del bilancio a rappresentare la situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria della società con chiarezza, veridicità e correttezza (Clausola generale di redazione del bilancio). Tale obiettivo/dovere/valore deve essere sempre presente in fase di redazione della reportistica societaria. Il bilancio, a tal fine, è composto da quattro documenti: Stato Patrimoniale, Conto Economico, Nota Integrativa e Rendiconto Finanziario. Quest'ultimo documento è stato inserito con il decreto legislativo n.139 del 18.08.2015, che ha recepito la direttiva comunitaria n. 34/2013. La chiarezza, veridicità e correttezza del bilancio non possono subire compressioni, limitazioni, esenzioni, deroghe. Il nostro legislatore, infatti, rimanda il redattore del bilancio (amministratore) alla lettura dell'art. 2423 c.c. che recita: (i) "*Se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo* ***scopo***"; (ii) "*Se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione degli articoli seguenti è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta, la disposizione* ***non deve essere applicata***". Se quanto sopra riportato non può che corrispondere al vero in quanto disposizioni di legge, non ci possiamo non domandare se le semplificazioni ed esenzioni concesse, in punto di reportistica societaria, alle società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435 bis e 2435ter) siano legittime, quando quest'ultime versino in situazioni di obiettiva difficoltà patrimoniale, reddituale e finanziaria. Il bilancio è lo strumento attraverso il quale la società comunica ai soci e a tutti i soggetti interessati alle vicende societarie, la propria **consistenza patrimoniale sia dal lato quantitativo che qualitativo.** Dato, quest'ultimo, di primaria importanza per tutte e due le categorie di destinatari della comunicazione sociale. Premesso quanto sopra, cosa deve fare il redattore del bilancio per rappresentare la situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria della società in modo chiaro, vero e corretto? A tal fine, interviene a sostegno dell'amministratore, la cosiddetta **Regola d'Oro: "*Dovete consegnare agli aventi diritto tutte le informazioni sulla posizione patrimoniale, reddituale e finanziaria della società che avreste voluto ricevere nel caso la vostra posizione fosse invertita*" (Dott. Bruno Ricci).**

In altre parole, il bilancio di esercizio (art. 2423 c.c.) non deve mai rappresentare un patrimonio aziendale annacquato. Situazione, quest'ultima, che si verifica tutte le volte in cui le attività sono sopravvalutate e le passività sottovalutate. Il nostro legislatore civilistico non si preoccupa delle eventuali riserve occulte che si possono generare, a titolo esemplificativo, con il semplice trascorrere del tempo (incremento del valore dei terreni e fabbricati), in quanto queste, comunque, costituiscono un plusvalore a beneficio di tutti. Il nostro legislatore, viceversa, obbliga il redattore del bilancio ad effettuare un continuo accertamento valutativo tra i valori contabili delle attività e passività patrimoniali e il loro attuale ed effettivo valore (*fair value*). In conclusione, se applichiamo i principi civilistici di redazione (art. 2423bis), i criteri civilistici di valutazione (art. 2426), i principi contabili OIC (art. 9bis Legge n. 116 del 11.08.2014), *illuminati* dalla **Regola d'Oro**, non incorreremo mai nella redazione di un bilancio falso (art. 2621 e ss.) nei termini descritti dagli Ermellini nelle sentenze n. 890 del 12.01.2016 e n. 6916 del 22.02.2016. Con la prima sentenza, il riferimento ai "**fatti materiali**" quali possibili oggetti di una falsa rappresentazione della realtà, non vale ad escludere la rilevanza penale degli enunciati valutativi, che sono anch'essi predicabili di falsità quando **violino criteri di valutazione** predeterminati dalla disciplina civilistica, dalle direttive e regolamenti di diritto comunitario o da prassi contabili generalmente accettate (quali i principi contabili nazionali). Con la seconda sentenza i giudici di Cassazione avrebbero detto che il falso in bilancio si cristallizzerebbe tutte le volte in cui il **valore numerico** delle poste di bilancio "*ci fornisca di fatto una rappresentazione difforme dal vero della stessa realtà materiale*". Situazione, quest'ultima, che si sostanzia in un patrimonio aziendale annacquato tale da ledere l'interesse patrimoniale dei soggetti interessati alle vicende societarie.

• *(riproduzione riservata)*

NOTA

* Socio AIAF dal 2014, Studio Tributario Societario.



di Emanuela Fusa*

Transfer pricing e beni intangibili, le novità dell'OCSE

Considerando oggi l'organizzazione delle imprese multinazionali si può rilevare come, generalmente, si sia di fronte ad una struttura dove l'attività delle singole entità del gruppo si svolge a livello internazionale con un'unica "*catena del valore*".

Si assiste così alla creazione di un valore consolidato a livello globale che dovrebbe essere ripartito tra tutti gli attori tenendo conto delle funzioni svolte e della gestione delle operazioni.

L'Amministrazione Finanziaria è naturalmente interessata a capire, ai fini di una corretta imposizione, dove il valore aziendale si origina e come dovrebbe essere imputato tra i soggetti che contribuiscono alla sua creazione. Tale interesse è tanto più rilevante quando questo processo coinvolge operatori che, pur appartenendo ad uno stesso gruppo, risiedono in Paesi diversi.

Questi aspetti non possono poi che ripercuotersi anche sulle problematiche inerenti il *Transfer pricing* (prezzo di trasferimento tra operatori appartenenti a società dello stesso gruppo) a causa dell'influenza sulle strategie del gruppo e sui necessari controlli fiscali che ne conseguono.

Occorre quindi determinare i prezzi relativi ai trasferimenti infragruppo dei beni e dei servizi sulla base dei valori di mercato (libera concorrenza), secondo l'*Arm's Length Principle,* nel rispetto dell'articolo 9 del Modello di Convenzione fiscale e delle Linee guida OCSE.

In questo modo si cercherebbe sostanzialmente di evitare ogni abuso sulla determinazione dei prezzi infragruppo volto a trasferire (o mantenere) i redditi nei Paesi a più bassa imposizione fiscale.

Tuttavia si deve subito rilevare come l'applicazione del principio menzionato sia certamente di difficile applicazione per determinate categorie di beni come gli *intangibles* proprio a causa della loro principale caratteristica: *l'unicità che difficilmente rende possibili le necessarie comparazioni con il mercato*.

Il problema è rilevante in quanto spesso, al fine di perseguire un'ottimizzazione dell'imposizione fiscale consolidata, le imprese perseguono politiche di *Transfer Pricing* "*manovrando*" i prezzi di trasferimento infragruppo.

Da qui l'importanza della lotta all'evasione da parte dell'Amministrazione Finanziaria che ha portato la dottrina internazionale a cercare di migliorare le Linee guida emanate dall'OCSE.

Da qui ha tratto spunto, nel 2013, su mandato del G-20, il progetto promosso dall'OCSE: *Base Erosion and Profit Shifting* (BEPS) anche con particolare riferimento alla gestione delle transazioni relative ai beni immateriali.

In genere la disciplina del *Transfer Pricing* è stata affrontata per la prima volta dall'OCSE nel 1996. Nel 2010 è stata poi elaborata una sezione interamente dedicata ai beni intangibili, prevedendo un'analisi di comparabilità e l'uso dei metodi tradizionali e reddituali per la determinazione dei prezzi di trasferimento.

In ogni caso, relativamente ai beni immateriali, sono state egualmente evidenziate proprio le difficoltà per la corretta applicazione delle metodologie, utili alla determinazione dei prezzi, a causa della difficile comparabilità dovuta alle loro caratteristiche.

Siamo infatti di fronte a risorse importanti che spesso in modo rilevante contribuiscono alla creazione del valore aziendale; risorse identificabili nel:

- capitale intellettuale (insieme di competenze, know-how),
- capitale umano (abilità manageriali possedute dall'organizzazione),
- capitale strutturale (relazioni interne all'azienda, processi aziendali e relazioni esterne, immagine e rapporto con i clienti).

I beni immateriali sono purtroppo costituiti da elementi difficilmente valutabili.

Nelle linee guida del 2010 l'OCSE classificava i beni intangibili in *Commercial intangibles, Marketing intangibles e Intellectual property*.

NOTA

* Socio AIAF dal 2010, Studio di Finanza e Fiscalità Dottore Commercialista e Pubblicista

Transfer pricing e beni intangibili, le novità dell'OCSE

In particolare i primi sono rappresentati da brevetti, *know-how*, design e modelli, usati per la produzione di beni o servizi. Trattasi di Intangibili che presentano quindi rischi dovuti a costi elevati per le correlate attività di ricerca e sviluppo.

A loro volta i *Marketing intangibles* funzionali alla promozione dei beni e servizi, sono rappresentati da liste clienti, canali di distribuzione, marchi che aggiungono valore ai prodotti e servizi a cui vengono associati. Il loro valore dipende da diversi fattori ed è spesso il risultato dell'attività dell'organizzazione e della comunicazione, attraverso il proprio capitale umano, all'ambiente esterno.

Rientrano infine negli *Intellectual property* il *know-how* e i *trade secrets*, conoscenze, informazioni ed esperienze identificate e legalmente protette.

Fiscalmente il valore dei beni immateriali emergerebbe attraverso il trasferimento della proprietà sia in modo pieno sia attraverso il diritto al loro sfruttamento.

Per l'OCSE al fine di stimare il valore dei beni intangibili sono adottabili le stesse metodologie già previste per i beni materiali.

Le *Guidelines* 2010 suggeriscono in pratica l'uso dei seguenti metodi:

- il CUP (*Comparable Uncontrolled Price*) per la vendita o la concessione in licenza del bene immateriale quando comparabile a transazioni analoghe poste in essere da imprese indipendenti;
- il metodo CUP oppure il metodo *Resale Minus* (prezzo di rivendita) per la vendita di beni che includono beni immateriali;
- il *Profit Split* (ripartizione del profitto) per le transazioni di beni immateriali ad elevato valore in presenza di eventuali difficoltà per l'applicazione dei metodi tradizionali.

In ogni caso l'OCSE, a seguito della pubblicazione delle *Guidelines* 2010, ha fornito alcuni aggiornamenti e chiarimenti sul tema.

Nel giugno del 2012 ed in seguito nel luglio 2013, è stata pubblicata la "*Revised discussion draft on transfer pricing aspects of intangibles*", elaborato ripreso dal programma BEPS con il documento pubblicato il 5 ottobre 2015 ("*Final Reports*", all'interno delle Action 8-10 "*Aligning Transfer Pricing Outcomes with Value Creation*").

Si è così cercato di rimediare al fatto che le *Guidelines* 2010 potevano favorire l'abuso in quanto non consentivano di contrastare in modo ottimale l'allocazione dei profitti non in linea con le attività economiche.

Per l'Action 8-10 BEPS i soggetti appartenenti ad uno stesso gruppo multinazionale, devono essere remunerati per il valore che hanno contribuito a creare guardando a:

- funzioni svolte;
- risorse impiegate;
- rischi assunti nello sviluppo, nel mantenimento, nello sfruttamento e protezione del bene intangibile.

L'analisi funzionale, assume così una fondamentale importanza nell'applicazione del *Arm's Length Principle*. È rilevante comprendere l'uso del bene immateriale per capire e determinare la creazione di valore aggiunto sull'intera catena del valore.

A tal fine occorre considerare:

- l'identificazione dei beni intangibili;
- la loro proprietà, lo sviluppo, il mantenimento e la protezione;
- la natura della transazione avente ad oggetto il bene e il suo contributo alla creazione di valore.

Prima di tutto occorre quindi identificare il bene.

Considerandone pertanto la definizione il bene immateriale non deve rientrare nelle categorie dei beni materiali o nelle attività finanziarie, dovrebbe inoltre essere trasferibile in modo autonomo o in combinazione con altri beni in quanto posseduto o controllato.

Tale bene potrebbe anche non essere esposto in bilancio pur avendo un rilevante valore.

In ogni caso, a differenza delle *Guidelines* del 2010, per l'Action 8-10 BEPS non esiste una lista esaustiva dei beni intangibili, il documento si limita ad approfondire alcuni tipi di beni immateriali.

Identificato il bene intangibile si passa quindi a considerarne la proprietà legale, lo sviluppo, il mantenimento e la protezione.

I soggetti del gruppo che svolgono tali attività di sviluppo, miglioramento, mantenimento, protezione e sfruttamento del bene dovrebbero essere compensati per il loro contributo al valore che dal bene si origina.

Ne consegue come il rendimento ritraibile dallo sfruttamento dell'intangibile dovrebbe essere ripartito come remunerazione per lo svolgimento di queste funzioni (*Arm's Length Principle*).

Rilevata quindi la proprietà contrattuale del bene si deve procedere con l'analisi funzionale in modo tale da:

- identificare le funzioni svolte dagli operatori, le risorse impiegate ed i

rischi assunti legati allo sviluppo, mantenimento, miglioramento, protezione e sfruttamento del bene;
- accertare la coerenza dei rapporti tra le parti e i termini contrattuali relativi al bene intangibile;
- determinare il valore *Arm's Length* della transazione, corrispondente alla contribuzione da parte di ogni soggetto coinvolto;
- ridefinire la transazione per rispettare l'*Arm's Length Principle*.

Considerando l'identificazione della proprietà contrattuale del bene intangibile deve tenersi presente come l'aspetto contrattuale debba necessariamente lasciare il posto all'aspetto sostanziale: il principio da rispettare è infatti quello del *Substance-over-form* (prevalenza della sostanza sopra la forma).

Si considera proprietario il soggetto che sostanzialmente controlla le decisioni inerenti lo sfruttamento del bene.

Identificato in tal modo il proprietario occorre stimare il reddito prodotto dal bene che gli si dovrebbe attribuire in base alle funzioni svolte ed i rischi effettivamente assunti (retribuzione legittima).

Per il *Transfer Pricing*, la sola proprietà legale del bene intangibile, di per sé, non conferisce nessun diritto alla remunerazione, derivante dallo sfruttamento del bene.

Il diritto alla remunerazione del valore creato dall'intangibile, è identificato solo grazie all'analisi funzionale utile ad individuare il soggetto che effettivamente:
- svolge le funzioni;
- impiega le risorse;
- assume i rischi dovuti allo sviluppo del bene intangibile (rischi nei costi di ricerca e sviluppo, nelle attività di Marketing, nell'affidabilità dei prodotti e servizi, le possibili conseguenze sul bene intangibile, per l'obsolescenza dei prodotti, per il compimento di infrazioni, ecc.).

L'assunzione del rischio, vale a dire l'effetto dell'incertezza sul realizzo degli obiettivi prefissati, incide significativamente sul valore della transazione infragruppo e, pertanto, ha un ruolo molto importante per il rispetto del principio dell'*Arm's Length*.

E' poi importante rilevare che chi assume i rischi deve avere i mezzi finanziari per poterlo fare ed il controllo effettivo.

Per L'Action 8-10 BEPS il controllo del rischio rappresenta la capacità di prendere decisioni per assumere, autorizzare o rifiutare l'assunzione del rischio stesso.

La capacità finanziaria è così data dalla capacità di un soggetto di accedere a finanziamenti per la gestione del rischio e far fronte alle conseguenze finanziarie in caso di risultati sfavorevoli.

Considerando ora le transazioni relative ai beni intangibili si deve rilevare come le stesse solitamente si suddividano in:
- trasferimenti del bene immateriale o del diritto relativo;
- utilizzo del bene immateriale legato alla vendita dei beni e/o dei servizi.

Per i trasferimenti occorre tener conto della natura dell'intangibile e delle difficoltà dovute sia al riuscire a rilevare transazioni comparabili tra soggetti indipendenti sia all'applicazione dei metodi indicati dall'OCSE (*Guidelines* 2010).

La difficoltà nella rilevazione di *comparables,* a causa dell'unicità del bene immateriale, porta alla necessaria applicazione del *Profit Split Method*.

Tale metodologia può trovare altresì applicazione anche quando i beni intangibili non trasferiti attribuiscono, grazie al loro utilizzo nello sviluppo, maggior valore ai beni e servizi.

L'importanza dell'analisi funzionale ai fini della corretta attribuzione della creazione di valore per i soggetti del gruppo emerge anche e soprattutto dagli ultimi documenti OCSE in tema di *Transfer Pricing* dei beni immateriali.

In particolare, considerando funzioni svolte, risorse impiegate e rischi assunti, fattori determinanti per la gestione del bene immateriale, è stata ampliata la definizione della proprietà con particolari riflessi sul concetto di proprietà economica rispetto alla proprietà legale (*Substance-over-form*).

L'analisi funzionale considerando le funzioni ed i rischi assunti consente di identificare il soggetto economicamente proprietario del bene, titolare quindi del maggior valore.

Un'analisi funzionale sostanzialmente valida potrebbe quindi prevenire il possibile abuso relativo allo spostamento dei profitti in strutture a fiscalità privilegiata, che potrebbero avere la sola proprietà legale dei beni immateriali.

Rilevanza assume anche l'assunzione del rischio, fattore chiave, secondo il principio *Arm's Length*, che influenza significativamente il valore della transazione infragruppo.

L'assunzione del rischio accompagnata da un'adeguata e correlata capacità finanziaria sostanzialmente determina il controllo di fatto sulla gestione dei beni

immateriali.

In merito alle metodologie, anche le ultime indicazioni dell' OCSE, confermano la preferenza nell'utilizzo dei metodi reddituali, in particolare attraverso l'applicazione del *Profit Split Method*, in situazioni di attività fortemente integrate oppure in situazioni in cui si presentano beni intangibili unici.

Considerando l'applicazione pratica di questa metodologia dobbiamo rilevare come si basi sulla determinazione di un profitto di gruppo.

Determinato il profitto si deve ripartirlo tra i soggetti interessati alla transazione utilizzando chiavi di allocazione che, solitamente, considerano *assets/capital ("operating assets, fixed assets, intangible assets, capital employed")* o costi *("relative spending and/or investment in key areas such as R&D, engineering,marketing*").

Poiché i parametri utili per la ripartizione guardano sia agli aspetti quantitativi sia a quelli qualitativi di difficile misurazione (si pensi all'aspetto qualitativo degli investimenti, ecc.) anche l'applicazione del *profit split* può essere abbastanza complessa.

L'Action 8-10 BEPS evidenzia comunque l'efficienza potenziale del metodo per allineare i profitti di gruppo alla creazione di valore nel rispetto dell'*Arm's Length*, da qui l'importanza, come evidenziato nel rapporto finale del 5 ottobre 2015, di chiarire, migliorarne e rafforzarne l'applicazione mediante lo sviluppo di opportune linee guida.

In merito l'OCSE ha confermato un ulteriore approfondimento dell'argomento sul metodo, previsto nel 2016/2017.

In tale ambito sarebbe opportuno che venisse affrontato anche il problema della valenza nel tempo delle informazioni.

Il *profit split* viene infatti applicato attraverso una stima dei profitti di gruppo attesi tenendo conto di quanto conosciuto prima dell'operazione e dell'analisi funzionale per l'allocazione del profitto in capo ai soggetti coinvolti.

Ma le informazioni e le variabili presenti, conosciute al momento della determinazione del prezzo, potrebbero nel tempo cambiare e portare a dei risultati diversi rispetto alle previsioni con variazioni a favore o a sfavore del contribuente.

Ma, in una simile situazione, l'Amministrazione Finanziaria potrebbe, riprendere i valori solo in presenza di abuso (art. 9 Modello OCSE, libera concorrenza) dimostrando sostanzialmente che tali variabili erano già conosciute in sede di determinazione dei prezzi ex-ante dal contribuente o che, a causa della rilevante incertezza, terzi indipendenti si sarebbero "coperti" attraverso adeguati aggiustamenti contrattuali.

In questo senso anche l'Action 8-10 BEPS.

Si deve poi considerare anche la questione del *Transfer Pricing Documentation* (Action13 del progetto BEPS), vale a dire di regole che rappresentano un supporto fondamentale alle pratiche di *Transfer Pricing*, per garantire nel rapporto tra contribuente e Amministrazione Fiscale, un livello di trasparenza delle informazioni che permettono una corretta applicazione e valutazione delle operazioni infragruppo.

In pratica con gli ultimi sviluppi sulla disciplina del *Transfer Pricing* l'OCSE, ha ulteriormente valorizzato l'analisi funzionale, fattore chiave anche per la determinazione dei valori attribuibili alle operazioni infragruppo aventi ad oggetto beni intangibili, enfatizzando ulteriormente l'applicazione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Imposizione quindi del maggior valore derivante dai beni immateriali nel Paese dove sono localizzati i fattori per la loro produzione.

In conclusione si deve rilevare come gli sviluppi delle disposizioni dell'OCSE in merito alle problematiche del *Transfer pricing* anche e soprattutto relativamente ai beni intangibili potranno avere una notevole influenza sulle attività delle imprese multinazionali che potrebbero essere costrette ad una pesante riorganizzazione della loro struttura.

In futuro si cercherà quindi di contrastare meglio il fenomeno dello spostamento dei profitti, al solo fine di ottenere un risparmio fiscale, tuttavia deve rilevarsi come ancora il *Transfer Pricing* dei beni immateriali resti un tema di difficile applicazione e che richiederà notevoli chiarimenti e sviluppi da parte della normativa fiscale.

(riproduzione riservata)





di Alessandro Magagnoli*, Claudia Cervi**



e Mauro Rotunno***

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

Il 15 marzo, giorno in cui Giulio Cesare venne assassinato da un gruppo di senatori romani capeggiati da Marco Giunio Bruto e Gaio Cassio Longino, rappresenta da sempre un giorno legato a scandali, crolli politici ed esprime il dramma universale del tradimento.

La storia si ripete e dopo 2000 anni il 15 marzo continua a essere una data importante per la politica mondiale e di recente ha visto trionfare, nel secondo Super Tuesday, il miliardario Trump, ormai candidato ufficiale dei Repubblicani.

La campagna elettorale è estremamente tesa e sfuggente e non sarà semplice per i candidati convincere gli elettori, ma soprattutto gli investitori, complice un contesto economico globale ancora molto (probabilmente troppo) volatile. Petrolio, banche, politiche monetarie deludenti, Cina: troppi i temi spinosi, troppe le incertezze, troppe le paure. E certamente l'avanzata dell'ultra conservatore Trump non fa che alimentare l'instabilità politica e le preoccupazioni dei mercati.

Eppure, nonostante le sue opinioni a volte colorite, incurante del disprezzo dell'*establishment* e forse anche di parte del suo stesso partito, il miliardario più popolare d'America si è guadagnato una certa notorietà arrivando a un testa a testa contro la democratica Hillary Clinton nella corsa alla Casa Bianca. Chi sarà il 45° Presidente degli Stati Uniti?

La machiavellica *ex first Lady* oppure il "Rambo" della politica Usa? Cosa

NOTE

* Socio AIAF dal 2003, Responsabile del Gdl AIAF "Analisi intermarket"; A.D. responsabile settore analisi qualitativa di Financial Trend Analysis srl, Milano.

** Socio AIAF dal 2013, Analista indipendente.

*** Socio Aiaf dal 2015, Analista indipendente.

La Clinton è in vantaggio nei sondaggi

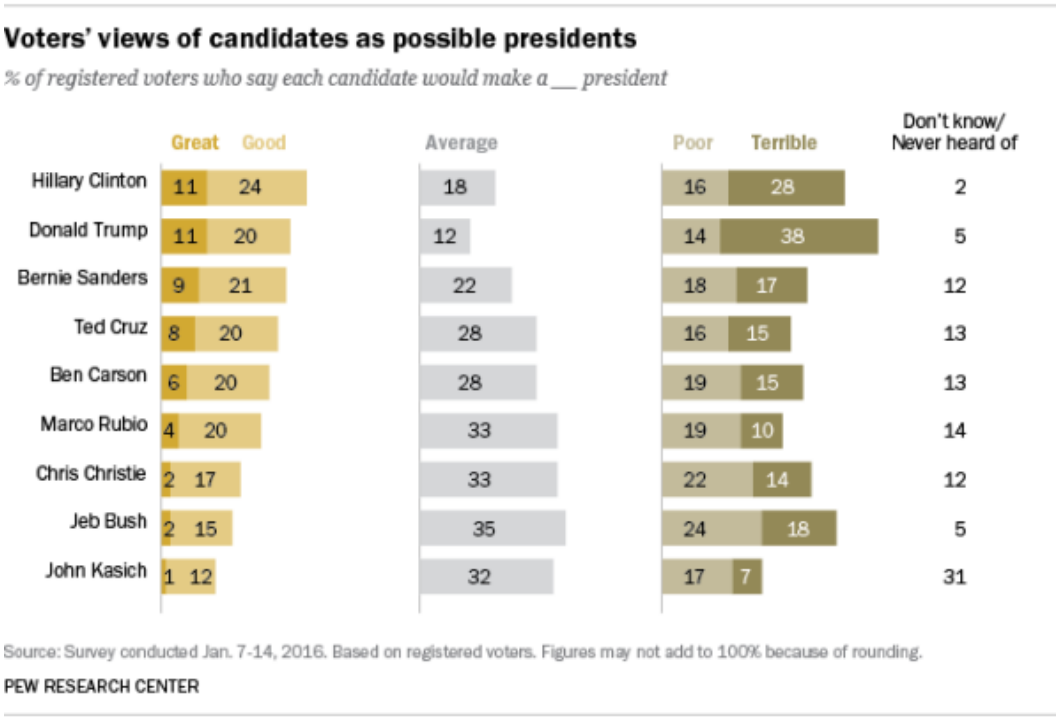


Figura 1

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

sarebbe meglio per i mercati azionari?

Per il momento i sondaggi danno vincente la Clinton ma la data delle elezioni è ancora lontana.

Nel sondaggio condotto dalla Cnn tra 1001 adulti americani tra il 17 e 20 marzo, il 56% degli intervistati considera comunque la Clinton la vincitrice in un eventuale scontro con il repubblicano Donald Trump, che ha il 42% dei consensi. Il 51% degli intervistati crede che la Clinton interpreti meglio i problemi della classe media contro il 36% di Trump. Il 55% infine considera che la moglie dell'ex Presidente Bill possa essere un "comandante in capo" migliore rispetto a Trump, che ottiene il 36% di fiducia.

Un sondaggio pubblicato dall'Università di Monmouth, in New Jersey, realizzato tra 848 votanti tra il 17 e il 20 marzo, vede la Clinton vincere le presidenziali con il 48% dei voti, battendo Trump di oltre dieci punti. La candidata democratica dovrebbe beneficiare del debole appoggio dell'elettorato Repubblicano a Trump, solo il 73% dei conservatori voterebbe infatti per il magnate newyorchese mentre l'89% dei Democratici appoggerebbe Clinton.

Secondo la società di ricerca Economist Intelligence Unit una eventuale vittoria di Trump costituirebbe un serio pericolo per i mercati finanziari, già pesantemente minati da altri fattori esogeni.

Per l'EIU la presidenza Trump rappresenterebbe infatti uno dei 10 peggiori rischi a livello mondiale per la sicurezza e la stabilità.

Sul fronte opposto è possibile citare il recente sondaggio di Zogby Analyitics secondo il quale gli elettori statunitensi ritengono che Trump possa essere un Presidente migliore della Clinton in relazione alla tenuta dell'economia. Sono infatti in molti a credere che Trump, grazie al suo passato imprenditoriale, sia più preparato a gestire l'andamento economico statunitense rispetto alla rivale democratica. Significativo poi il fatto che, in concomitanza con l'escalation degli attacchi terroristici in Europa, Trump abbia già dichiarato che aumenterà la spesa dedicata alla difesa per combattere l'integralismo terrorista islamico, una politica che storicamente ha sempre migliorato l'andamento del Pil Usa.

Va comunque osservato che, nella storia passata, il mercato azionario ha sempre messo in evidenza anzitempo i cambi di guardia alla Casa Bianca. E il ribasso che i mercati hanno subito dai massimi di dicembre, poi solo parzialmente corretto a febbraio, potrebbe dunque già scontare una vittoria dei Repubblicani, in particolare di Trump. Nei mesi che precedono le presidenziali il mercato azionario a stelle e strisce ha dimostrato di preferire la stabilità, anziché il cambiamento.

Negli ultimi 12 anni in cui si sono svolte le elezioni presidenziali, il Dow Jones Industrial è stato rialzista per ben nove volte e ribassista in sole tre occasioni. Inoltre, sempre citando statistiche ufficiali, il mercato ha performato meglio sotto i presidenti Democratici rispetto a quelli Repubblicani. Certamente è possibile ipotizzare quali settori potrebbero beneficiare della vittoria dell'uno o dell'altro candidato.

Mentre i Repubblicani sono visti come grandi sostenitori delle compagnie petrolifere e di produzione di energia dal carbone, i Democratici sono percepiti come ambientalisti che favoriscono la cosiddetta energia pulita, o il settore delle energie rinnovabili. Per i Repubblicani quello della difesa è sempre stato un settore strategico e con Trump la politica militare potrebbe diventare come già detto ancora più aggressiva. Data la sua esperienza nel campo delle costruzioni, lecito poi attendersi un incremento della spesa per infrastrutture. Molti i punti di forza della campagna elettorale di Hillary Clinton, che ha molte più frecce al suo arco dell'avversario Repubblicano: dalla riforma della finanza a una estensione dell'Obamacare per facilitare l'accesso ai servizi sanitari di base, all'attuazione di politiche per aumentare il reddito per le fasce di livello medio-basse e quelle per alleggerire il peso dei debiti contratti dagli studenti. Tra gli altri temi fondamentali l'ambiente e la difesa dei diritti degli anelli deboli della società. Questo si traduce in possibili benefici per il settore *health care*, per i beni di consumo di prima necessità e per il settore delle energie rinnovabili.

Fino a qui le considerazioni di massima, ma i mercati come si stanno comportando di fatto?

Abbiamo assistito, durante il periodo che va dall'11 febbraio sino alla fine del mese di marzo, alla evidenza empirica di quello che viene definito dagli analisti "*sector rotation*". Durante l'alternanza di fasi rialziste e ribassiste per gli indici azionari si realizza di norma un passaggio di testimone anche per i settori che riescono a performare meglio, almeno in termini relativi. Nei momenti di pressione negativa sul mercato *equity*, i comparti che solitamente hanno le migliori performance (o le meno peggiori in caso di saldi negativi) sono i cosiddetti settori "difensivi", Consumer Staples e Utilities

su tutti, poi Health Care e Telecommunication, anche se per questi ultimi due entrano in gioco anche altri fattori più specifici legati alle singole industrie componenti. Sino alla metà circa del mese di febbraio i settori con forza relativa straordinaria rispetto all'S&P si sono dimostrati proprio Consumer Staples e Utilities. Dall'11 febbraio a fine marzo, invece, nel periodo di ripresa positiva del trend della borsa Usa, i settori che hanno avuto le migliori performance sono stati, nell'ordine:

- Energy + 4,32%
- Materials + 3,94%
- Financials + 2,79%
- Industrials + 2,48%
- Cyclicals + 2,32%
- Technology + 1,89%
- Health Care - 4,84%
- Consumer Staples - 4,79%
- Utilities - 3,48%

Quindi tra febbraio e marzo c'è stata la più classica delle rotazioni di performance verso i comparti definiti "aggressivi", quelli che solitamente guidano i periodi di trend positivo e di espansione economica.

A fine marzo tuttavia il *trend* generale dei listini statunitensi ha subito un rallentamento, un ritracciamento sicuramente fisiologico dato il tasso di risalita del valore dei principali panieri in un periodo di tempo così breve, ma che, considerato il contesto generale in essere nei diversi mesi antecedenti quest'ultimo rally, merita un grado di analisi e di attenzione più profondo. Il rischio che il trend ribassista torni a dominare non si può infatti escludere. Una strada per cercare di fare ipotesi sul futuro comportamento dei mercati finanziari è concentrarsi sull'andamento dei rapporti di forza che legano due delle principali *asset class*, Bonds e Stocks.

L'analisi di quelle relazioni viene fatta utilizzando gli ETF rappresentanti gli indici, i singoli settori del mercato USA e alcune principali classi di Bonds, Governativi e High Yield soprattutto, al fine di evidenziare quanto il mercato nel suo insieme è orientato al rischio oppure si trova in uno stato "difensivo", in sintesi se è Risk on oppure Risk off.

Lo SPY, rappresentativo dell'S&P500, si è avvicinato alla trendline rialzista disegnata dai minimi di febbraio, con una contrazione della volatilità dei prezzi molto marcata. E' possibile evidenziare un'area di supporto tra i 195 e i 198 dollari che, se violata, indicherebbe una reversione del *trend* in atto nelle ultime settimane. Gli altri strumenti usati nello studio sono l'indice dei rendimenti sui Treasuries a 10 anni, in TNX, l'ETF SPDR JNK rappresentativo dell'universo High Yield e il rapporto tra l'ETF RSP Guggenheim, rappresentativo dell'S&P500 ma Equal weighted, considerando cioè ogni componente dell'indice avente il medesimo peso, e lo SPY che invece riflette gli stessi pesi dell'S&P.

Dall'analisi di questi grafici (Figura 3) è possibile notare una correlazione positiva tra il tasso dei Governativi a 10 anni, l'S&P e gli High Yield Bonds.

La rotazione settoriale

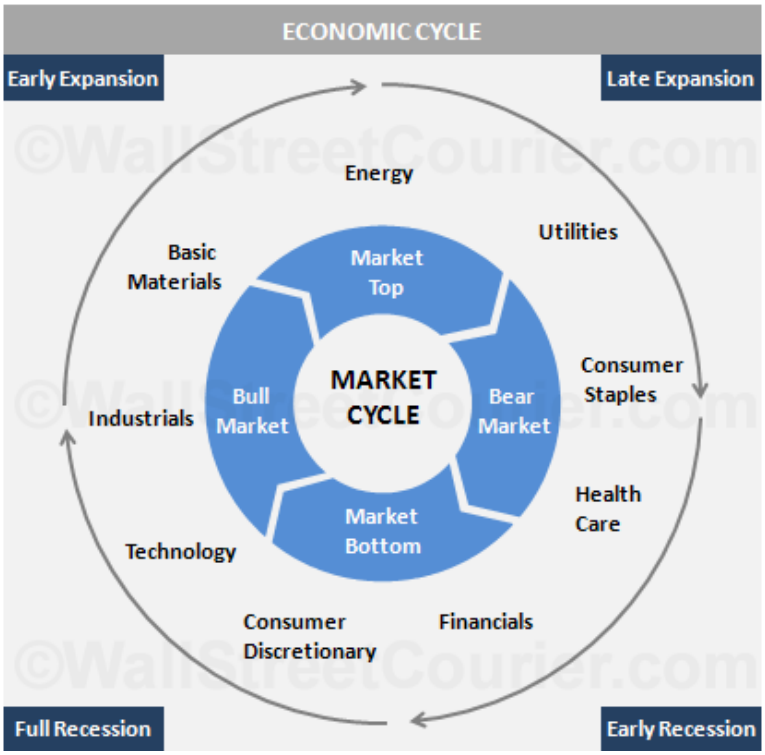


Figura 2

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

Gli strumenti dell'analisi

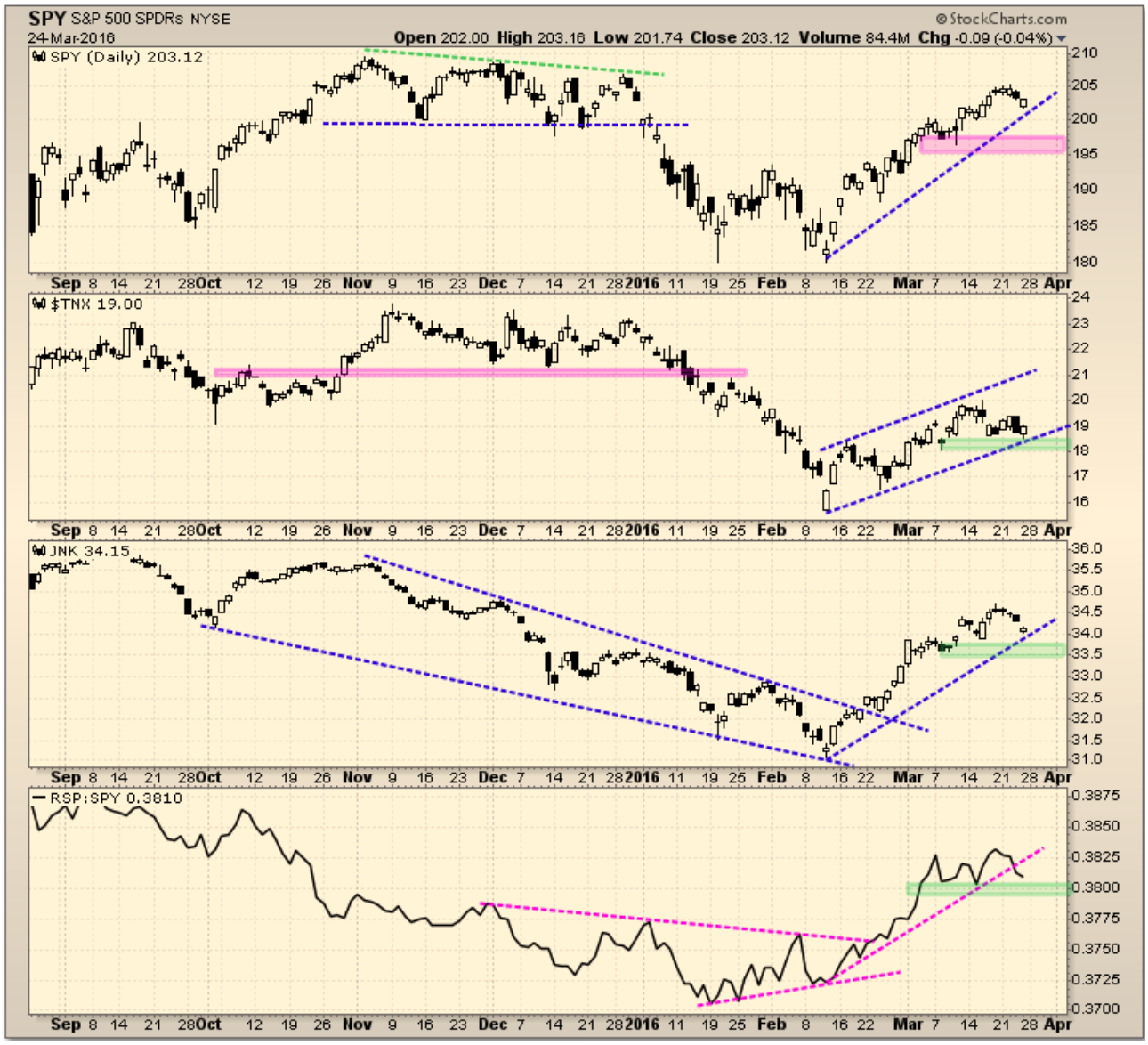


Figura 3

Complici le ultime affermazioni di alcuni rappresentanti della Fed, secondo il Presidente della Federal Reserve di St. Louis, James Bullard, è possibile che i tassi di interesse vengano aumentati ad aprile, si sta assistendo ad una lieve inversione del trend dei tassi con una accennata inversione del *trend* dello SPY (l'ETF sullo S&P500). Allo stesso tempo anche il JNK (*high yield*) sta ritracciando rispetto al trend positivo dell'ultimo mese. Inoltre il grafico di forza relativa dell'Equal Weighted RSP rispetto allo SPY, che negli ultimi due mesi aveva mostrato una ripresa, consolidando un'interpretazione "*risk on*" del mercato, ha incominciato ad indebolirsi. Un superamento dell'area di supporto

Definizione di *"risk on"* e *"risk off"*

Risk on, risk off

Con l'espressione «risk-on» si definisce una fase di mercato caratterizzata dalla propensione al rischio, in cui gli investitori acquistano asset più redditizi come le azioni, i bond ad alto rendimento e alcuni titoli di Stato.

Al contrario, l'espressione «risk-off» segnala il fenomeno opposto caratterizzato da avversione al rischio. In queste fasi vengono gettonati i cosiddetti «beni rifugio» come Bund, Treasury, oro o yen.

Figura 4

Nasdaq in ipercomprato

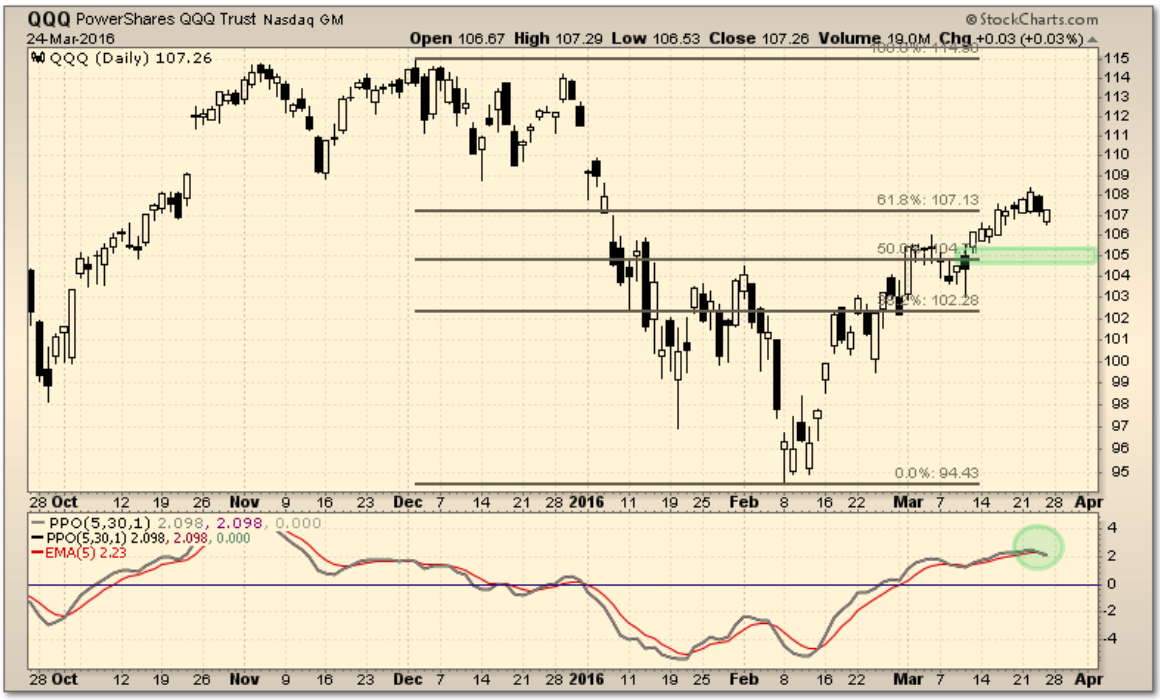


Figura 5

indicata in zona 0,3800 rifletterebbe un rientro del mercato in modalità *"risk off"* almeno in un'ottica di breve termine. Anche per gli ETF QQQ e IWM, rappresentativi rispettivamente del Nasdaq e del Russell, siamo ad un punto cruciale.

Entrambi hanno recuperato circa il 61,8% del ritracciamento di Fibonacci calcolato dall'ultimo picco del 2 dicembre scorso e dal minimo dell'11 febbraio. L'area di supporto di QQQ si colloca tra i 104-105 dollari, così come quella di IWM. Una violazione di tale area rappresenterebbe un primo segnale di inversione del trend. Ulteriori supporti a 100 dollari circa.

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

Il rialzo del Russell 2000 perde velocità

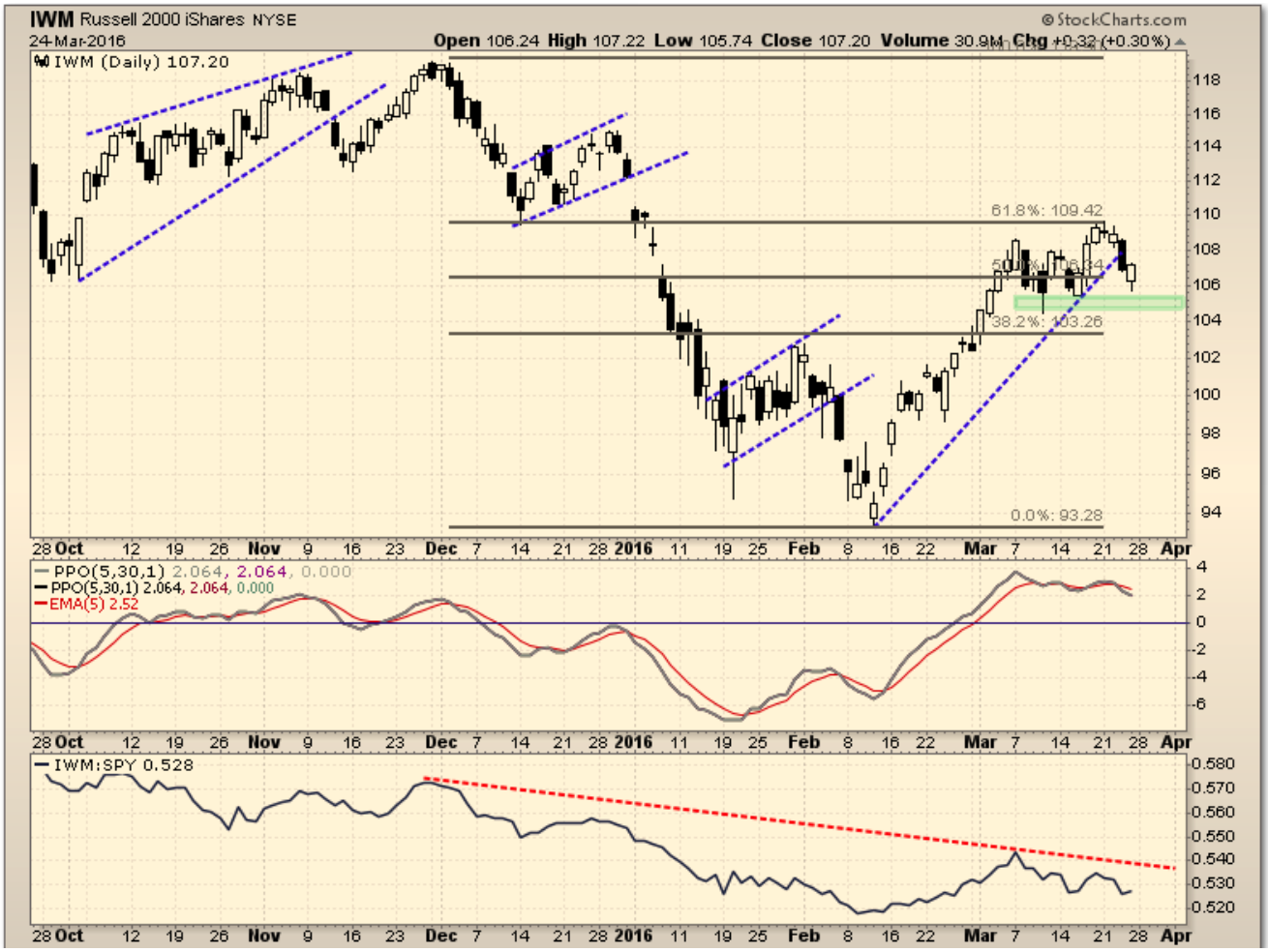


Figura 6

Lo studio dell'andamento della forza relativa per alcuni strumenti particolarmente significativi illustra molto bene l'atteggiamento generale del mercato.

Il primo grafico della Figura 7 è quello ricavato dal rapporto tra due ETF, quello rappresentante l'universo delle Società dell'S&P ad alto Beta, che associano quindi un più elevato rischio implicito, l' SPHB, e quello che rappresenta le Società High Quality, con Beta più basso, investimenti Value e con un grado di rischio associato più basso, l' SPHQ. Notiamo la sovraperformance del primo a partire da febbraio dopo una prolungata fase di sottoperformance e il suo appiattimento verso la linea di supporto nell'ultimo periodo.

Del secondo grafico della Figura 7, con il rapporto tra RSP e SPY (Equal Weighted RSP rispetto allo S&P 500) e della sua interpretazione è già stato discusso sopra. Il terzo grafico della Figura 7 esprime il rapporto tra IWM (small Companies) e XLG, che rappresenta le 50 maggiori (in termini di capitalizzazione) società componenti l'S&P e mostra sovraperformance da febbraio delle "small companies" (indice di ripresa di fiducia degli investitori e quindi maggiore propensione al rischio) ma successiva perdita di *momentum* e

Studio di forza relativa per gli strumenti più significativi



Figura 7

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

appiattimento verso la zona di supporto che segnalerebbe con la sua violazione l'inversione del trend.

Il terzo grafico della Figura 7 esprimente il rapporto tra SPY e IEF rappresenta il classico Stock/Bond Ratio. L'IEF è l'ETF iShares dei Governativi a 7-10 anni. Si può notare anche in questo caso un recente indebolimento di questo rapporto, ma il supporto in questo caso si trova un po' più distante che nei precedenti, per il momento quindi l'equity in base a questo grafico rimarrebbe l'asset class da privilegiare, fino a prova contraria (cioè la rottura della linea di tendenza positiva).
Molto interessante il grafico cinque della Figura 7 che riflette il rapporto tra due ETF Equal Weighted, l'RCD che rappresenta il settore Consumer Discretionary, e l'RSP, che rappresenta l'S&P500 ma Equal Weighted. Essendo il settore Consumer Discretionary uno dei più sensibili ai cicli dei mercati finanziari, il suo rapporto di forza relativa è molto efficace nel mostrare inversioni nel sentiment generale degli investitori. E qui è possibile notare la rapida impennata del mese scorso e l'altrettanto rapida inversione, rottura della trendline e violazione del supporto, un segnale molto significativo.

Le medesime considerazioni si possono trarre per i settori che, al pari del Consumer Discretionary, guidano solitamente i rally più aggressivi del mercato. Ci riferiamo all'ETF ITB, che rappresenta gli Home Construction, e l'ETF XTN, che rappresenta l'indice Transportation dell'S&P. Entrambi, nel grafico di forza relativa con RSP, mostrano segnali evidenti di indebolimento tecnico e costringono l'analista e il portfolio manager ad una "navigazione a vista", in quanto in periodi come quello attuale, l'incertezza è l'ambiente nel quale ci si trova ad operare.

Da ultimo viene poi menzionato il Credit Spread Ratio che rappresenta il grafico in Figura 8 tra l'ETF HYG, iShares High Yield Bond Corporate (Junk Bonds) e il TLT, iShares Barclays dei Governativi oltre i 20 anni. Come si intuisce dai componenti del rapporto, un grafico in tendenza positiva rappresenta un ambiente di mercato in cui i Bonds Corporate High Yield sovraperformano i Governativi Investment Grade. Questo rifletterebbe uno scenario in cui l'S&P è in tendenza positiva e il sentiment generale del mercato è "bullish". A febbraio si è notata una ripresa di forza dei Junk Bonds rispetto ai Governativi, ma attualmente il grafico di forza relativa ha formato un canale crescente e una rottura della linea di tendenza inferiore di tale configurazione porrebbe indirettamente in serio dubbio la ripresa di forza complessiva dell'equity.

In sintesi quindi il mese di marzo ha portato molta incertezza, interrompendo una fase di ripresa che sembrava promettente. Impossibile dire al momento quale sarà l'evoluzione futura dei mercati finanziari Usa, di certo agli investitori l'incertezza non piace, il rischio di ribassi anche corposi aumenterà quindi tanto più si prolungherà la mancanza di spunti rialzisti. Non è poi da sottovalutare il comportamento del prezzo del greggio e l'influenza che questo potrebbe avere su borse e economia.

Recentemente la U.S. Energy Information Administration (Eia) ha abbassato le stime sulla produzione di petrolio quest'anno e il prossimo in Usa e peggiorato l'outlook sul prezzo del Wti. L'ente Usa ha abbassato da 8,69 a 8,67 milioni di barili al giorno la stima di output nel 2016 e da 8,46 a 8,19 milioni per il 2017. Per l'attuale esercizio l'Eia ha ridotto da 37,59 a 34,04 dollari al barile la previsione del prezzo medio del Wti e da 50 a 40,09 dollari per il 2017. Che il mercato non sia a senso unico, almeno in termini di domanda, lo testimonia però l'incremento del 24,5% delle importazioni di greggio in Cina a febbraio, nonostante nel mese si siano celebrate le festività, lunghe una settimana, del Capodanno lunare, in cui molte fabbriche sono rimaste chiuse.

La domanda alla quale sarebbe utile dare una risposta è se il recente rialzo delle quotazioni del greggio sia l'inizio di una fase di ripresa duratura oppure se si sia trattato di una semplice reazione tecnica dopo i recenti cali. Il fatto che le quotazioni del Wti siano salite a partire dal 7 marzo al di sopra sia della media mobile a 100 giorni, indicatore che sintetizza la condizione del trend di medio periodo, sia della trend line ribassista che parte dal top di fine giugno 2015, è un indizio che lascia sperare in una fase se non di rialzo duraturo almeno di stabilizzazione dei prezzi. Nel corso delle prossime settimane appare più probabile un range per il Wti tra i 35 e i 45 dollari piuttosto che uno con base sui minimi di febbraio a 26 dollari circa.

Ma come stanno reagendo i prezzi dei paper asset, vale a dire azionario e bond, alla risalita dei prezzi degli hard asset, oro, argento, ferro, rame, petrolio?

I Credit Spread Ratio



Figura 8

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

Le previsioni sul Wti della Energy Information Administration

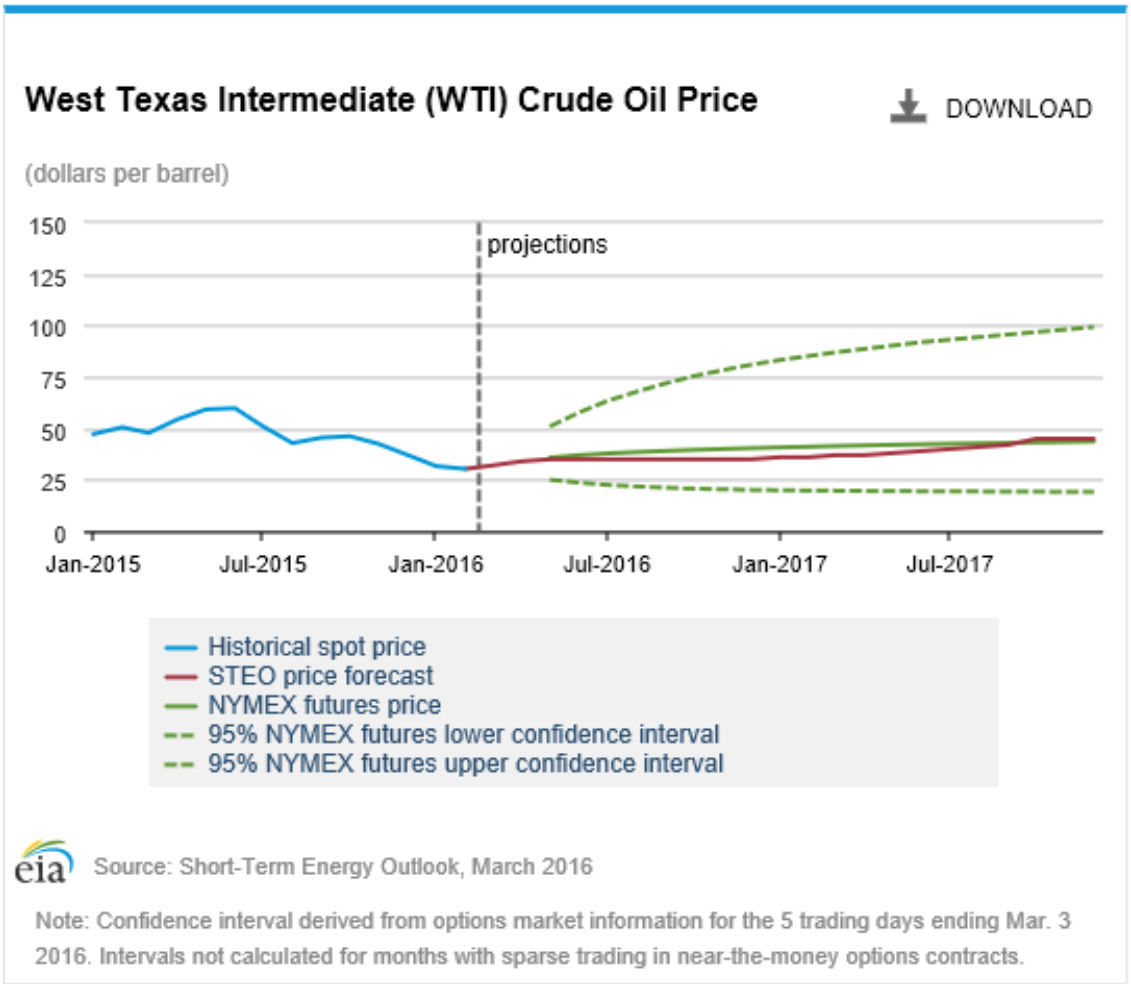


Figura 9

Non solo il petrolio infatti è al rialzo, se per il greggio per il momento si può parlare solo di un piccolo rally della durata di poche settimane, per l'oro ormai si parla invece di un rally della durata di un paio di mesi circa, è quindi possibile disegnare uno scenario nell'ipotesi in cui il trend negativo delle materie prime abbia davvero invertito, almeno nel breve termine, il senso di marcia.

L'effetto immediato e più scontato di un rialzo delle materie prime appare la ripresa degli indici azionari di quei Paesi strutturalmente produttori ed esportatori di materie. Ed infatti appare la netta ripresa del Toronto Composite Index il cui grafico mostra la rottura del lato superiore del canale ribassista che parte dai massimi di aprile 2015 e la rottura della media mobile a 100 giorni, coincidente con il canale, entrambi segnali che sembrano validi non solo in ottica di breve termine.

Appare in netta ripresa anche l'indice azionario brasiliano come reso evidente dal grafico dell'ETF BRA. Anche qui recentemente, ad inizio marzo, si è registrato il superamento della media mobile a 100 giorni e della linea ribassista che parte dal top di aprile 2015. Se l'indice troverà la forza per

Robusto rimbalzo del greggio



Figura 10

Il rimbalzo della borsa canadese



Figura 11

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

Segnali di ripresa anche dal Brasile

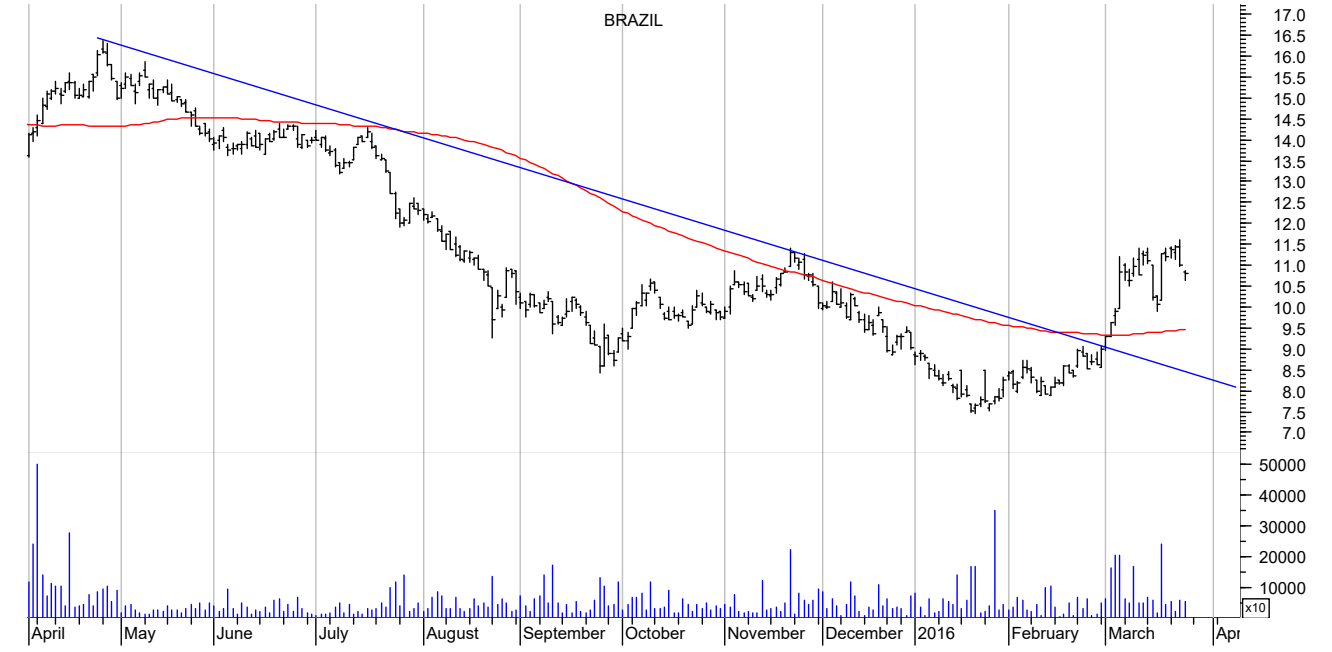


Figura 12

superare a quota 12 il lato alto del canale discendente tracciato dai massimi di settembre 2014 sarà lecito ipotizzare se non una inversione al rialzo almeno una fase duratura di correzione della precedente discesa.

Resta sullo sfondo il grave problema dell'eccesso di capacità produttiva a livello mondiale ma, soprattutto, in Cina. Il primo ministro Li Keqiang ha ammesso la necessità di affondare il coltello nelle "fabbriche zombi", quelle che continuano a lavorare in perdita, solo per cercare di pagare gli interessi sul debito ed evitare un balzo nella disoccupazione, che secondo Pechino deve restare stabile al 4,5% nelle aree urbane.

I gravi cali sul fronte della bilancia commerciale di Pechino, nonostante appaiano scongiurate per ora ulteriori svalutazioni dello yuan, fanno intravedere un futuro di diminuita produzione cinese con un impatto negativo sulla produzione interna a favore di importazioni dall'estero. E i prezzi delle materie in crescita stavolta, invece di favorire l'economia potrebbero importare inflazione a danno dei consumatori cinesi. Con i relativi rischi per l'andamento dello Shanghai Index.

Di grande interesse per gli investitori potrebbe dimostrarsi anche la borsa di Mosca.

Il prodotto interno della Russia, il Paese più grande del mondo, secondo i dati preliminari dell'istituto nazionale di statistica, lo scorso anno è sceso del 3,7%. Nel 2014 invece il Pil russo era stato sostanzialmente stabile, con un +0,6% di progresso. A pesare sull'economia della Russia è stato principalmente l'andamento del prezzo del greggio e dal momento che il bilancio 2016 è stato calcolato facendo riferimento ad un prezzo medio del petrolio di 50 dollari al barile è probabile che nei prossimi mesi si vadano ad applicare altri pesanti tagli. La crisi ha portato una crescita della disoccupazione che nel 2015 è salita al 7,4%, in 5,8% della popolazione attiva, con una contrazione dei salari di quasi il 10% pur a fronte di una inflazione ormai vicina al 13%, legata in buona parte alla debolezza del rublo.

Per dare un'idea della portata della crisi basti pensare che le vendite di auto lo scorso anno sono scese del 36% mentre più in generale le vendite al dettaglio si sono contratte del 10% (erano scese del 5% dopo la crisi finanziaria del 2009). Nel suo ultimo Global Economic Outlook, Fitch prevede una crescita

Pil russo e prezzo del greggio sono strettamente correlati

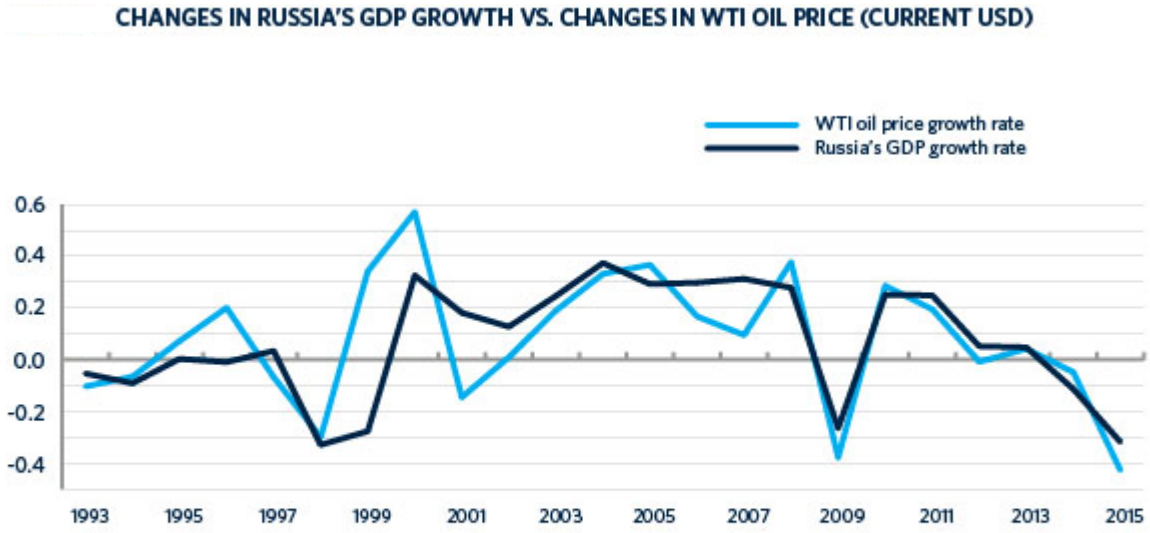


Figura 13

globale stabile al 2,5% nel 2016 ma per la Russia si parla di un Pil in contrazione dell'1,5% (era atteso al +0,5% nelle stime di dicembre). L'ultimo dato ufficiale disponibile, quello relativo al mese di gennaio diffuso dal Ministero dello Sviluppo Economico, vede un calo dello 0,1%. Recentemente Moody's ha messo il rating "Ba1" della Russia in revisione per un calo.

Gli esperti di Moody's ipotizzano una crescita annua del Pil di Mosca per i prossimi 4 anni dello 0,4% e ritengono che il rapporto debito/Pil supererà la soglia del 3% ipotizzata da Mosca, confermando la necessità, peraltro condivisa anche dal Ministro delle Finanze della Federazione Russa Anton Siluanov, di adeguare la spesa pubblica alla condizione attuale del mercato delle materie prime.

Per capire con quali tempi e difficoltà la Russia riuscirà a risollevare la testa sarà essenziale seguire il vertice dei rappresentanti della Federazione Russa, dei Paesi membri dell'OPEC e degli altri Paesi produttori di petrolio che potrebbe svolgersi, probabilmente di nuovo a Doha, dal 20 marzo al 1° aprile. Il fatto che l'Iran vada avanti sulla propria strada, cioè di non voler congelare la produzione se non quando sarà tornata ad estrarre 4 milioni di barili al giorno, a fronte dei 3,13 milioni di barili al giorno estratti a febbraio (dati Opec). L'aumento di produzione di Teheran aggiungerebbe altra offerta ad un mercato già gravato da un forte surplus produttivo, calcolato dall'Opec in 760 mila barili al giorno in medie nel 2016.

E c'è il rischio che anche altri Paesi, Kuwait in testa, non accettino di calmierare la produzione se anche l'Iran non accetterà dei vincoli, con le immaginabili ricadute sul prezzo del greggio. Pensare ad una robusta ripresa dei prezzi del greggio in queste condizioni è difficile, così come di conseguenza appare quindi difficile una pronta ripresa dell'economia russa.

Quale potrebbe essere il destino della borsa di Mosca con queste premesse? L'indice Rts, composto dai 50 titoli più liquidi del mercato (e quotato in dollari), dopo una burrascosa discesa subita dai massimi di dicembre 2013 di quota 1467 dollari e terminata a dicembre 2014 a 578 circa, ha intrapreso una fase sostanzialmente laterale. La retta di regressione lineare calcolata dal dicembre 2014 ha infatti una inclinazione solo moderatamente

Brexit, Cina e la corsa alla Casa Bianca. I test dei mercati

La borsa di Mosca cerca di reagire



Figura 14

negativa e i minimi toccati a gennaio, punto più basso della flessione vista dallo scorso maggio, si collocano a 607 dollari circa, al di sopra quindi di quelli di quota 578.

Il rimbalzo in atto da gennaio ha prima superato la media mobile a 100 giorni, ora supporto 782 dollari (coincidente con la citata retta di regressione), poi il 4 marzo la linea discendente che parte dal picco di maggio, passante a 800 dollari circa, segnali che lasciano sperare nel proseguimento della fase di rimbalzo anche in ottica temporale estesa. Ulteriori conferme positive verrebbero oltre area 902/03, dove si colloca non solo il massimo del 23 novembre, ma anche il 61,8% di ritracciamento del ribasso dal top di maggio 2015.

La rottura di questo importante riferimento ricavato dalla successione di Fibonacci permetterebbe di ipotizzare il proseguimento del rialzo verso area 1100 almeno. Solo ripiegamenti sotto i 782 punti potrebbero fare temere nuovi ripiegamenti, con obiettivi inizialmente in area 700, poi in caso di violazione fino sui minimi di gennaio a 607 circa.

A lasciare ben sperare per il proseguimento della fase di rialzo della borsa di Mosca sono anche i recenti segnali di rafforzamento inviati dal rublo nei confronti del dollaro Usa (l'andamento dei due grafici, quello della borsa e quello del cambio, sono uno l'opposto dell'altro, con la borsa che tendenzialmente sale a fronte di un rublo in ripresa). Il 7 marzo il cambio Usd / Rub è infatti sceso sotto quota 72,25, area di transito sia della linea che sale dai minimi di maggio 2015 sia della media mobile a 100 giorni, indicatore che sintetizza in base alla sua posizione rispetto al grafico la condizione del trend di medio periodo (il taglio al ribasso della media da parte dei prezzi è un segnale di debolezza grafico, quindi in questo caso di forza da parte della moneta russa rispetto a quella americana).

Il trend di recupero del rublo partito a gennaio

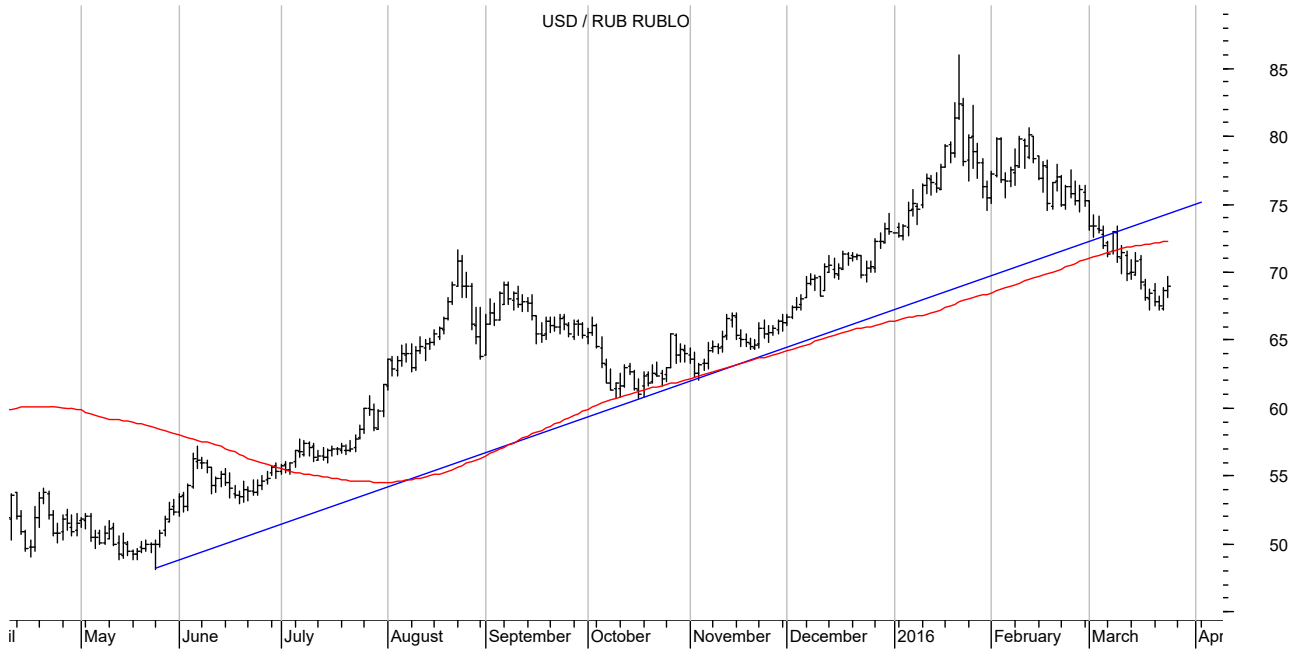


Figura 15

Attesi ora movimenti verso area 63 almeno. Sotto quei livelli possibile poi il recupero dei 50 rubli per dollaro.

(riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf® financial school

Corso di Formazione in Finanza d'Impresa

Diploma Aiaf di Consulente in Finanza d'Impresa

Autunno 2016 : Milano – Roma – Verona

Obiettivi

Il Corso si propone di formare esperti in Finanza d'Impresa in grado di svolgere, sia dall'interno dell'impresa, sia dall'esterno (consulenti), una aggiornata operatività in merito alle opportune scelte/soluzioni delle varie problematiche finanziarie dell'impresa/gruppo, specie per quanto riguarda i rapporti con il sistema bancario.

Il Corso intende anche integrare il patrimonio di conoscenze di un analista fidi di banca o di un gestore imprese, per consentirgli di meglio valutare i clienti impresa della banca e far evolvere opportunamente le relazioni e le modalità di interazione banca – impresa.

Contenuti

- L'analisi del bilancio
- Le decisioni finanziarie di impresa
- Il piano industriale e la pianificazione finanziaria
- La valutazione del merito di credito e la gestione della relazione con la banca
- La gestione dei crediti, il *Supply Chain Financing* e la gestione di Tesoreria
- La gestione dei rischi finanziari
- La gestione delle crisi aziendali
- Case study

Destinatari

Il Corso si rivolge a tutte le figure aziendali cui è demandato il compito di relazionarsi con i potenziali finanziatori, in particolare con le banche, figure che possono essere diverse in relazione all'organizzazione ed alle dimensioni dell'impresa di riferimento.

Durata e Orario

La durata complessiva del Corso sarà di 70 ore suddivise in 7 moduli.
Ciascun modulo sarà di 10 ore: sei ore e trenta minuti il venerdì – dalle ore 10:00 alle ore 13:00 e dalle ore 14:00 alle ore 17:30 – e tre ore e trenta minuti il sabato dalle ore 10:00 alle ore 13:30.

Esame

Al termine del Corso si terrà un esame scritto della durata di tre ore finalizzato alla verifica dell'apprendimento dei partecipanti.

Diploma Aiaf

AIAF rilascerà ai partecipanti che avranno superato l'esame il Diploma di

"Consulente in Finanza d'Impresa"

Iscrizione all'Aiaf

L'ottenimento del Diploma dà diritto a richiedere l'iscrizione all'AIAF come Socio Ordinario.

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

aiaf®

CIIA® Certified International Investment Analyst

L'AIAF sui Social Network

Iscriviti all'AIAF e potrai partecipare attivamente alle discussioni sulle attività dell'Associazione

Seguici su Facebook all'indirizzo facebook.com/aiafassociazione

Segui i tweet di AIAF e scopri le notizie più rilevanti, le novità, gli eventi ed i corsi di formazione organizzati dall'Associazione



i soci sostenitori di aiaf
associazione italiana degli analisti
e consulenti finanziari

INTESA SANPAOLO

TENDERCAPITAL

UBI Banca
UNIONE DI BANCHE ITALIANE

UniCredit Group

Socio Corporate: Banca Ubae - CRIF