

**Edizione di sabato 19 dicembre 2015**

## **CASI CONTROVERSI**

[Le Sezioni Unite a corrente alternata sul contraddittorio preventivo](#)

di Comitato di redazione

## **ADEMPIMENTI**

[Entro il 31.12 la richiesta di ritenuta ridotta sulle provvigioni 2016](#)

di Federica Furlani

## **RISCOSSIONE**

[Il rinnovato istituto della sospensione legale della riscossione](#)

di Alessandro Bonuzzi

## **OPERAZIONI STRAORDINARIE**

[Alcune problematiche sulla fusione di ASD](#)

di Guido Martinelli

## **CONTABILITÀ**

[Registrazioni in caso di polizza assicurativa a copertura del TFR](#)

di Viviana Grippo

## **FOCUS FINANZA**

[La settimana finanziaria](#)

di Direzione Finanza e Prodotti - Banca Esperia S.p.A.

## CASI CONTROVERSI

---

### ***Le Sezioni Unite a corrente alternata sul contraddittorio preventivo***

di **Comitato di redazione**

Avvertenza per i Lettori: questo non è un caso controverso.

Per meglio dire, era un caso controverso nella mente delle Sezioni Unite della Cassazione che, in perfetta autonomia, ha provveduto a risolverlo “in proprio”.

Il tema oggetto di discussione crediamo sia chiaro: esiste, oppure no, in capo all'Amministrazione finanziaria, un **obbligo di preventivo contraddittorio** prima dell'emissione di qualsiasi atto pregiudizievole per il contribuente?

La domanda non appare retorica, né tantomeno trattasi di lana caprina; infatti, ove si potesse aderire ad una tesi positiva, si tratterebbe, con perfetto automatismo, di affermare che l'eventuale avviso di accertamento emesso in violazione del presunto obbligo sarebbe del tutto nullo.

Il livello di attenzione sul tema è stato posto in primo piano dopo che:

- le Sezioni Unite della Cassazione, con sentenza 19667/2014, hanno affermato, in relazione alla possibilità di iscrizione di ipoteca, che qualsiasi atto pregiudizievole per il contribuente dovesse essere preceduto da un contraddittorio preventivo. In difetto, la pretesa diverrebbe sostanzialmente nulla;
- la Cassazione (ordinanza 527/2015) ha affermato che le conclusioni raggiunte nel precedente citato delle Sezioni Unite non potessero essere condivise, determinandosi, nei fatti, la paralisi dell'attività dell'amministrazione finanziaria, oltre che dimostrandosi del tutto inutile, il contraddittorio, in alcune fattispecie.

Con la **sentenza 24823** dello scorso 8 dicembre, le Sezioni Unite hanno finalmente sciolto il dubbio, con una decisione assolutamente “corposa” che ricostruisce l'intera vicenda, coinvolgendo i precedenti orientamenti e cercando di trovare una soluzione che fosse:

- compatibile con lo stato dell'arte;
- giuridicamente sostenibile.

Vediamo subito il principio di diritto che è stato affermato a conclusione della corposa analisi.

Alla stregua delle considerazioni che precedono, può affermarsi il seguente principio di diritto: *“Differentemente dal diritto dell’Unione europea, il diritto nazionale, allo stato della legislazione, non pone in capo all’Amministrazione fiscale che si accinga ad adottare un provvedimento lesivo dei diritti del contribuente, in assenza di specifica prescrizione, un generalizzato obbligo di contraddittorio endoprocedimentale, comportante, in caso di violazione, l’invalidità dell’atto. Ne consegue che, in tema di tributi “non armonizzati”, l’obbligo dell’Amministrazione di attivare il contraddittorio endoprocedimentale, pena l’invalidità dell’atto, sussiste esclusivamente in relazione alle ipotesi, per le quali siffatto obbligo risulti specificamente sancito; mentre in tema di tributi “armonizzati”, avendo luogo la diretta applicazione del diritto dell’Unione, la violazione dell’obbligo del contraddittorio endoprocedimentale da parte dell’Amministrazione comporta in ogni caso, anche in campo tributario, l’invalidità dell’atto, purché, in giudizio, il contribuente assolva l’onere di enunciare in concreto le ragioni che avrebbe potuto far valere, qualora il contraddittorio fosse stato tempestivamente attivato, e che l’opposizione di dette ragioni (valutate con riferimento al momento del mancato contraddittorio), si riveli non puramente pretestuosa e tale da configurare, in relazione al canone generale di correttezza e buona fede ed al principio di lealtà processuale, sviamento dello strumento difensivo rispetto alla finalità di corretta tutela dell’interesse sostanziale, per le quali è stato predisposto”.*

Un primo concetto che balza all’occhio è la proposta distinzione tra **tributi armonizzati e tributi non armonizzati**.

In una ottica meramente giuridica, tale partizione può certamente risultare coerente; meno condivisibile appare, invece, se la guardiamo sotto l’ottica della opportunità e della parità delle parti in causa.

Ma, anche limitando l’attenzione, ai tributi armonizzati, a noi parzialmente stupisce il fatto che la necessità, o meno, del contraddittorio venga valutata a **posteriori** in merito al probabile esito delle lamentele del contribuente.

Da un lato, ad onor del vero, la lettura appare molto pragmatica.

Per altro verso, tuttavia, si finisce con l’affermare che la illegittimità dell’atto verrebbe sempre punita, ma solo quando il contribuente avesse buone motivazioni da spendere.

Non si tratta, allora, di affermare un principio (come ci era parso di intendere) bensì di negarlo: **il contribuente non ha un diritto al contraddittorio preventivo**, salvo il caso in cui dimostri che l’operato dell’ufficio gli ha impedito di far valere le proprie legittime ragioni (e ci mancherebbe altro!).

Facendo un passo in più, allora, se il contribuente riuscisse in questa operazione “postuma”, si dovrebbe arrivare a confermare che l’Amministrazione andrebbe condannata ad un gravoso carico per spese di lite, poiché non è stata data l’opportunità al contribuente di difendersi preventivamente all’emanazione dell’atto.

Ma tale conclusione, ancora un volta, sembrerebbe non avere solide basi giuridiche, proprio il fatto che il contribuente non ha un sacrosanto diritto al contraddittorio preventivo.

Ci pare di essere tornati al punto di partenza: l'Amministrazione finanziaria può, il contribuente no.

Eppure, il contraddittorio sembrerebbe ben raccordarsi con il rapporto trasparente sbandierato dallo Statuto del contribuente; casomai, sarebbe stato molto più facile affermare i casi in cui il medesimo confronto non sarebbe di alcuna utilità, vuoi perché già svolto in precedenza (accertamento con adesione, memorie sul PVC, ecc.), vuoi perché la pretesa deriva da una questione non valutativa ma da un semplice riscontro (accertamento parziale, liquidazione automatica, ecc.).

Forse non si giungerà mai ad un Fisco veramente equo e trasparente, ma noi continuiamo a sperarci.

## ADEMPIMENTI

---

### ***Entro il 31.12 la richiesta di ritenuta ridotta sulle provvigioni 2016***

di **Federica Furlani**

L'art. 25 bis Dpr 600/1973 dispone che i soggetti di cui all'art. 23, co. 1 (società di capitali, società di persone, imprenditori individuali, etc) che corrispondono **provvigioni** comunque denominate per le prestazioni anche occasionali inerenti a rapporti di commissione, di agenzia, di mediazione, di rappresentanza di commercio e di procacciamento di affari, devono operare, con obbligo di rivalsa, all'atto del pagamento una **ritenuta a titolo di acconto** nella misura dell'aliquota del primo scaglione dei redditi soggetti all'Irpef (**23%**).

Tale ritenuta si applica *"in via ordinaria sul 50% della provvigioni corrisposte"*; tuttavia se i percipienti dichiarano ai loro committenti/preponenti/mandanti, che nell'esercizio delle loro attività, si avvalgono, **in via continuativa, dell'opera di dipendenti o di terzi**, la ritenuta **va commisurata al 20% dell'ammontare** delle stesse provvigioni.

Il DM 16 aprile 1983 definisce i soggetti da considerare dipendenti e terzi. **Sono "dipendenti"** coloro che si considerano tali secondo le norme della legislazione del lavoro ovvero coloro che prestano la loro attività lavorativa, con qualsiasi qualifica, alle dipendenze e sotto la direzione del soggetto percipiente le provvigioni.

**Si considerano "terzi"** coloro i quali, **senza vincolo di subordinazione**, collaborano con il percipiente le provvigioni nello svolgimento dell'attività propria dell'impresa, quali i subagenti, i mediatori, i procacciatori di affari, i produttori e figure similari, i collaboratori dell'impresa familiare direttamente impegnati nell'esercizio dell'attività commerciale svolta nell'ambito dell'impresa, nonché gli associati in partecipazione quando il loro rapporto è costituito esclusivamente dalla prestazione di lavoro.

La via continuativa prescinde dal numero dei dipendenti/terzi ma deve dar luogo a **prestazioni per la prevalente parte dell'anno, oppure del minore periodo in cui l'attività è svolta**, anche se l'attività dei dipendenti o dei terzi non è resa dalle stesse persone.

Se il percipiente (agente) si avvale soltanto di prestazioni di terzi, il requisito della continuità sussiste qualora il percipiente sostenga nel periodo d'imposta precedente costi per dette prestazioni **in misura superiore al 30% dell'ammontare complessivo delle provvigioni imputabili a tale periodo**.

Per poter godere dell'applicazione della ritenuta ridotta, che resta pur sempre una facoltà,

l'agente deve inviare ai propri committenti **un'apposita dichiarazione in carta semplice entro il 31 dicembre con effetto per l'anno successivo**, che può assumere la forma del fac-simile sotto riportato, da inviare tramite raccomandata A/R.

Il decreto semplificazioni (D.Lgs. 175/2014) all'art. 27 ha apportato delle modifiche al comma 7 dell'art. 25 bis per quanto concerne le regole per la comunicazione, prevedendo che la dichiarazione di cui sopra ha **validità fino a revoca ovvero fino alla perdita dei requisiti da parte del contribuente**.

Per quanto riguarda le modalità di invio, con la Circolare 31/E/2014 l'Agenzia delle Entrate ha precisato possa avvenire **anche tramite PEC**.

**Il termine del 31 dicembre viene derogato** nei seguenti casi:

- **per nuovi contratti di agenzia** ? la richiesta di applicazione della ritenuta ridotta deve essere effettuata **entro 15 giorni dalla stipula**;
- **in caso di variazioni** (eventi che possono determinare la riduzione della base imponibile – es. assunzione dei dipendenti, o che fanno venire meno le condizioni – es. licenziamento dei dipendenti) ? **entro 15 giorni dal verificarsi dell'evento**;
- **in caso di prestazioni occasionali** (non continuative) ? entro l'emissione della fattura e comunque **prima del pagamento**.

---

## Dichiarazione per l'applicazione della ritenuta ridotta sulle provvigioni

### Agente/intermediario

(nome, cognome, indirizzo, CF, P.Iva, ...)

**Committente**

---

Il sottoscritto (intermediario) \_\_\_\_\_ con la presente dichiara ed attesta, sotto la propria responsabilità, la sussistenza delle condizioni per poter beneficiare della ritenuta d'acconto nella misura ridotta sulle provvigioni spettanti, stante l'utilizzo in via continuativa dell'opera di dipendenti (o di terzi) per lo svolgimento dell'attività di

intermediazione \_\_\_\_\_.

Il sottoscritto chiede pertanto che, ai sensi dell'art. 25-bis Dpr 600/1973, la ritenuta d'acconto con l'aliquota del 23% venga commisurata su un ammontare pari al 20% delle provvigioni che saranno liquidate a nostro favore, con l'intesa che verranno tempestivamente comunicate le eventuali variazioni in corso d'anno che facciano decadere da tale beneficio.

Luogo e data \_\_\_\_\_ firma \_\_\_\_\_

---

## RISCOSSIONE

---

### ***Il rinnovato istituto della sospensione legale della riscossione***

di **Alessandro Bonuzzi**

L'**istituto della sospensione legale della riscossione** introdotto dalla L. 228/2012, commi da 537 a 543, ha subito consistenti modifiche in conseguenza dell'entrata in vigore del D.Lgs. 158/2015, **con effetto a decorrere dalle istanze presentate dallo scorso 22 ottobre**, data di entrata in vigore del decreto delegato.

Si tratta di uno strumento assai utile poiché in grado di bloccare le iniziative dell'Agente della riscossione finalizzate al recupero delle somme iscritte a ruolo.

La procedura si attiva con la **presentazione di un'istanza** a fronte della notifica dell'atto di riscossione ovvero, anche solo, dell'avviso dell'avvenuto affidamento del ruolo al concessionario. L'istanza:

1. deve essere presentata **entro 60 giorni** dalla notifica dell'atto;
2. può essere trasmessa, alternativamente, in forma **cartacea** o **telematica**;
3. contiene un'**autocertificazione** con la quale il debitore attesta che l'atto emesso dall'ente creditore – l'Agenzia delle entrate – o la cartella sono interessati:
  - dalla prescrizione o decadenza del relativo credito sotteso;
  - da un provvedimento di sgravio del ruolo;
  - da una sospensione di natura amministrativa o giudiziale;
  - dal pagamento del ruolo.

Rispetto alla disciplina antecedente la riforma del D.Lgs. 158, si rilevano due modifiche sostanziali entrambe a sfavore del contribuente.

La prima riguarda il termine utile per presentare la dichiarazione che si riduce da 90 a **60 giorni**; tale riduzione risponde alla necessità di adeguare la scadenza con quella per la proposizione del ricorso, sebbene, a ben vedere, l'istanza può essere presentata anche a seguito del ricevimento di atti non impugnabili, come la comunicazione che informa dell'avvenuto affidamento del ruolo all'Agente della riscossione.

In secondo luogo, dai motivi a cui è possibile appellarsi per far valere l'illegittimità dell'atto, è stato espunto quello "generale" che faceva riferimento a "**qualsiasi altra causa di non esigibilità**". Ciò al fine di evitare un uso strumentale dell'istituto finalizzato a ottenere un mero effetto dilatorio da parte del debitore.



L'Agente della riscossione, entro i 10 giorni successivi al ricevimento, deve trasmettere l'istanza all'ente creditore per la verifica delle ragioni dichiarate dal contribuente. E qui si innesca un'altra novità di sfavore: l'eliminazione del **termine di 60 giorni** – sebbene ordinatorio – entro il quale l'ente creditore era tenuto a comunicare l'esito dei controlli effettuati.

La modifica viene giustificata con il mantenimento del vincolo riferito alla durata “complessiva” della procedura secondo cui, in caso di mancata comunicazione da parte dell'ente entro 220 giorni dalla presentazione dell'istanza del contribuente, il ruolo si **annulla**. Tuttavia, l'effetto dell'annullamento è mitigato dalla previsione, contenuta nel comma 540, che esso non opera in presenza di motivi diversi da quelli precedentemente elencati (alle lettere a, b, c, d) *“ovvero nei casi di sospensione giudiziale o amministrativa o di sentenza non definitiva di annullamento del credito”*.

In sostanza, in base a un'interpretazione legata al tenore letterale della norma, l'annullamento del ruolo si può verificare solo in presenza di:

- prescrizione o decadenza del relativo credito sotteso;
- un provvedimento di sgravio;
- pagamento.

Da ultimo, si segnala la previsione del nuovo comma 539-bis inserito nella L. 228/2012 secondo cui **la reiterazione dell'istanza non è ammessa**. In altri termini, è inammissibile l'istanza relativa a un atto già oggetto di un'istanza precedente.

## OPERAZIONI STRAORDINARIE

---

### ***Alcune problematiche sulla fusione di ASD***

di **Guido Martinelli**

La necessità di riunire più associazioni sportive, “fondendole” per migliorarne la loro competitività sotto il profilo sportivo e la loro “solidità” sotto quello organizzativo ed economico è esigenza che, in questi ultimi anni, si è acuita in maniera esponenziale tanto da costringere i regolamenti delle varie Federazioni sportive a disciplinarne le modalità di esecuzione e le conseguenze sotto il profilo dei diritti sportivi (titolarità dei diritti sulle partecipazioni a determinati campionati e sulle prestazioni sportive degli atleti). Se, pertanto, questo profilo è solitamente presente nelle carte federali, poco si conosce delle modalità civilistiche attraverso le quali effettuare quella che, a tutti gli effetti, potremmo considerare una “operazione straordinaria” delle nostre associazioni.

È chiaro che **l’approvazione delle operazioni di fusione che, di regola, gli ordinamenti sportivi riservano al consiglio Federale, potrà ridondare nell’ordinamento sportivo ma mai in quello civile**. Mi spiego, la mancata approvazione da parte dell’organismo sportivo inibirà gli effetti della fusione in quell’ambito ma non potrà far venire meno gli effetti civilistici della fusione stessa se e ove questa sia avvenuta “secondo le regole”.

Vediamo, quindi, quali siano queste regole. In via preliminare andrà chiarito che la fusione tra enti associativi (con o senza personalità giuridica) di cui al primo libro del codice civile non è disciplinata.

Tuttavia, **la possibilità di realizzare la fattispecie in esame**, anche dopo la riforma del codice civile del 2003, **è pacificamente ammessa dalla dottrina prevalente**. Le motivazioni derivano sia dal principio generale che ritiene ammesse tutte le fattispecie non espressamente vietate (e questa è una di quelle), dal tenore letterale dell’art. 13 del D.Lgs. N. 155/06 che espressamente prevede la fusione tra organizzazioni che gestiscono imprese sociali purchè sia realizzata “in modo da preservare l’assenza di scopo di lucro” in capo al nuovo soggetto derivante dall’operazione compiuta, dalla natura di “provvedimento amministrativo” dei regolamenti federali che lo consentono, dalla circostanza che, volendo, entrambe le associazioni potrebbero trasformarsi legittimamente in società sportive di capitali e poi così fondersi secondo il dettato del codice civile.

**In senso conforme alla fattibilità appare anche la disciplina fiscale** (sia ai fini delle imposte sui redditi, art. 174 Tuir che Iva, art. 2 comma 3 lett. f) del DPR 633/72) che prevede espressamente la fusione di enti diversi dalle società.

Il codice civile prevede per le società due forme di fusione: la «propria» (o per unione) e la

fusione per incorporazione (o per aggregazione). Per gli enti non profit è senz'altro attuabile la fusione per unione, ovvero «propria» attraverso la quale gli enti esistenti generano un nuovo ente. In questo caso si realizza la nascita a tutti gli effetti di un nuovo soggetto.

È, altresì, ipotizzabile l'aggregazione fra due enti con la quale uno prosegue l'attività in seno all'altro, che si riconduce giuridicamente alla fusione per incorporazione, dovendosi opportunamente richiamare, come testé detto, ad uno schema legislativo tipico; la fusione, in questo caso, si configura come operazione straordinaria modificativa della struttura dell'ente ed alternativa alla messa in liquidazione dell'ente aggregato con devoluzione del patrimonio a favore dell'altro.

La citata fusione per incorporazione non determina, quindi, la nascita di un nuovo soggetto (i dati sportivi – codice affiliazione, anzianità, eccetera – e quelli fiscali rimangono quelli dell'incorporante) ma l'assorbimento dell'uno nell'altro.

Entrando nel merito del procedimento **si conferma la necessità del c.d. “progetto di fusione”**, in analogia con quanto previsto dall'art. 2501 ter c.c., sia pure privo, ad esempio, del rapporto di cambio non potendo vantare, gli associati di entrambi gli enti, per la loro natura non profit, alcun diritto sul patrimonio sociale e, nel rispetto dell'altrettanto obbligatorio principio di democrazia, sono tutti titolari di una identica posizione giuridica.

Questo, ad avviso di chi scrive, appare irrinunciabile e dovrà necessariamente contenere:

1. le finalità perseguite con il progetto di fusione;
2. le modifiche dello statuto e/o comunque quale sarà il testo vigente al termine della operazione di fusione;
3. la data dalla quale i rapporti di debito/credito dovranno essere posti in capo al nuovo soggetto.

**Del progetto di fusione e dei rendiconti economico – finanziari delle associazioni coinvolte se ne dovrà dare idonea pubblicità** nei trenta giorni antecedenti la delibera di fusione, ad esempio, mediante pubblicazione sui siti internet delle parti coinvolte, anche per rispondere alla previsione dell'art. 2501-septies cod. civ.

Appare opportuno anche darne comunicazione ad ogni singolo creditore affinché possa eventualmente scattare il termine dei sessanta giorni per presentare opposizione.

Il progetto di fusione dovrà essere depositato anche presso il registro delle persone giuridiche private se e ove una o entrambe le associazioni coinvolte siano dotate di riconoscimento.

**L'organo preposto all'approvazione della delibera di fusione non potrà che essere l'assemblea** (pur in quei casi in cui il direttivo sia dotato di poteri di straordinaria amministrazione) che dovrà essere assunta con le maggioranze statutariamente previste per le delibere di scioglimento dell'ente.

Sotto il profilo formale si specifica, infine, che la redazione per atto pubblico della delibera di fusione appare necessario solo nel caso in cui una delle due parti sia costituita come associazione riconosciuta.

## CONTABILITÀ

---

### ***Registrazioni in caso di polizza assicurativa a copertura del TFR***

di **Viviana Grippo**

Come sappiamo a seguito della riforma della previdenza complementare le scelte in merito al trattamento di fine rapporto dei dipendenti possono essere **triplici**:

- il tfr resta in azienda,
- il tfr viene destinato ad un fondo di previdenza complementare,
- il tfr è destinato al Fondo Pensione istituito presso l'Inps.

È possibile che l'azienda decida di contrarre una **polizza assicurativa** per garantire il trattamento di fine rapporto dei propri dipendenti, in questo caso, al pagamento del premio, non è possibile effettuare una compensazione ma occorre agire come segue.

Al pagamento del premio la scrittura contabile sarà:

Polizza assicurativa TFR dipendenti (sp)      a      Banca c/c (sp)

Il conto "polizza TFR dipendenti" è un conto di stato patrimoniale che accoglie l'importo del premio pagato, rappresenta sostanzialmente un Credito verso Altri da inserire in C II 5 ovvero in Attività Finanziarie immobilizzate B III 2 lett d.

Alla fine di ogni periodo di imposta occorrerà rilevare l'indennità di licenziamento maturata:

Indennità di licenziamento (ce)      a      Fondo Tfr dipendenti (sp)

Alla **cessazione** del rapporto di lavoro occorrerà rilevare la liquidazione della indennità accantonata distinguendo la quota maturata nell'anno da quella accantonata negli anni precedenti, la scrittura contabile sarà la seguente:

Diversi a Dipendenti c/liquidazione (sp)

Fondo Tfr dipendenti (sp)

Indennità licenziamento (ce)

L'indennità di licenziamento è riferita al periodo 1 gennaio – data cessazione.

Nel caso in cui la cessazione avvenga **senza preavviso** occorrerà nella medesima scrittura rilevare anche apposita indennità:

Diversi a Dipendenti c/liquidazione (sp)

Fondo Tfr dipendenti (sp)

Indennità licenziamento (ce)

Indennità di preavviso (ce)

Successivamente occorrerà effettuare il pagamento del debito verso il fornitore rilevando la ritenuta d'acconto:

Dipendenti c/liquidazione (sp)	a	Diversi
	a	Erario c/ritenute (sp)
	a	Banca c/c (sp)

Avvenuta la cessazione occorrerà regolare la posizione con la società di assicurazione.

Necessita a questo punto distinguere due casistiche a seconda che la polizza sia stata stipulata **prima o dopo il 1° gennaio 1996**.

Nel primo caso all'atto dell'incasso della polizza assicurativa occorrerà rilevare la seguente

scrittura contabile:

Diversi a Diversi

Banca c/c (sp)

Imposte varie (ce)

a Polizza assicurativa Tfr dipendenti (sp)

a	Proventi vari (ce)
---	--------------------

Il conto Imposte varie accoglie la ritenuta del 12,50 a titolo definitivo gravante sul premio incassato, la voce Polizza assicurativa Tfr dipendenti invece accoglie la sommatoria dei premi pagati mentre la differenza tra tali premi ed il capitale riscosso verrà rilevato nel conto Proventi vari.

Nel caso di polizza successiva al 1/1/1996 la scrittura contabile da registrare sarà:

Diversi a Diversi

Banca c/c (sp)

Erario c/ ritenute subite (sp)

a Polizza assicurativa Tfr dipendenti (sp)

a Proventi vari (ce)

Ricordiamo, infine che, l'art. 105 nel disciplinare la deducibilità degli oneri relativi alle prestazioni di lavoro dipendente da accantonarsi a fine anno specifica che tali oneri vanno dedotti per **competenza** e che in caso di mancata deduzione non potranno essere recuperati<sup>[1]</sup>.

[1] Vedasi RM n. 9/1192 del 1/7/80 e 9/1189 del 6/5/76 le quali ammettono l'eventuale

deduzione all'atto del licenziamento.



## FOCUS FINANZA

---

### ***La settimana finanziaria***

di **Direzione Finanza e Prodotti - Banca Esperia S.p.A.**



#### **Andamento dei mercati**

##### **Europa**

Settimana di andamenti tendenzialmente positivi per i listini europei, in sedute in cui l'attenzione della comunità finanziaria è stata principalmente rivolta oltreoceano alle decisioni sui tassi della Federal Reserve e in generale alla politica monetaria. Per quanto riguarda la Banca Centrale Europea, Mario Draghi sarebbe stato criticato dalla fazione dei 'conservatori', in seno al consiglio, per aver fatto eccessivamente sbilanciare i mercati finanziari su un pacchetto estremamente espansivo. La scorsa settimana il presidente Draghi aveva spiegato che l'istituto centrale era fiducioso, sul fatto che i nuovi provvedimenti permetteranno di centrare il target di inflazione, ma pronto ad agire nuovamente se necessario. Durante la settimana si è tenuta, inoltre, la riunione del Consiglio europeo, dedicato all'immigrazione e a un primo esame delle richieste di Londra, per disinnescare il rischio di uscita della Gran Bretagna dall'UE. I leader europei si sono impegnati a velocizzare la costituzione di una polizia di frontiera europea e hanno insistito sulla necessità di attuare le parti del piano approvato in precedenza, dalla costituzione dei centri di identificazione ai ricollocamenti. In Italia l'attenzione degli investitori è stata rivolta al tema dei salvataggi delle banche: la Commissione Europea ha sostenuto il piano del governo per risarcire gli investitori privati a cui potrebbero essere state vendute, in modo non appropriato, le obbligazioni subordinate delle quattro banche, azzerate con il piano di risoluzione. Secondo quanto scrivono i quotidiani, si lavora a uno schema di rimborsi che dia la priorità ai pensionati e ai piccoli risparmiatori che abbiano perso tutto o quasi. Intanto il Mef ha comunicato che i clienti delle quattro banche salvate dal governo, che detengono bond subordinati, sono circa l'1% del totale (10,559 su quasi un milione), per un controvalore complessivo di 329.2 milioni di euro,

con profili “molto diversificati” (il totale delle obbligazioni subordinate emesse dalle quattro banche ammonta a 768 milioni). Renzi ha annunciato che il governo intende affidare al presidente dell'Autorità nazionale anticorruzione Cantone, la gestione degli arbitrati.

Stoxx Europe 600 +2.52%, Euro Stoxx 50 +3.07%, Ftse MIB +2.18%

## Stati Uniti

I listini statunitensi aprono la settimana in positivo, dopo i pesanti ribassi che avevano caratterizzato le ultime sedute della scorsa. Il mercato è segnato da forte volatilità e volumi contenuti, in un clima, tra gli investitori, che resta comunque cauto, nell'attesa della decisione sul rialzo dei tassi d'interesse, per la prima volta in nove anni e mezzo, da parte della Federal Reserve. Guardando ai dati macro antecedenti il comunicato di politica monetaria, sono stati resi noti i dati sull'inflazione su base congiunturale e tendenziale: il CPI di novembre torna a essere prossimo allo zero su base mensile, in ribasso rispetto al periodo precedente, mentre su base annuale sale leggermente oltre il consensus. Rilevante, inoltre, l'indice manifatturiero dello Stato di New York, sempre negativo, ma migliore delle attese per il mese corrente. Nonostante i timori di parte della comunità finanziaria, è stata positiva la reazione dei listini statunitensi al tanto atteso primo rialzo dei tassi di interesse ufficiali annunciato, nel pomeriggio americano di mercoledì, dalla Presidente della Federal Reserve. La banca centrale americana, come nelle attese degli analisti alla luce dell'outlook economico, ha aumentato i tassi in un range di 0.25% – 0.50%, precisando che la politica monetaria resterà accomodante e che si aspetta condizioni economiche che evolvano in modo tale da garantire solo aumenti gradualmente dei tassi; gli stessi tassi, inoltre, rimarranno probabilmente al di sotto dei livelli che sono attesi nel lungo termine. La decisione dei policy makers è stata guidata da dati economici solidi in moderato, ma costante, miglioramento, almeno dal meeting di ottobre, con un mercato del lavoro in ripresa e un'inflazione per cui si continua a guardare al target del 2%. Nella seduta di contrattazioni successiva, tuttavia, i listini del paese virano in territorio negativo, spinti al ribasso dai titoli delle società di materie prime. La stretta monetaria della banca centrale rafforza, infatti, il dollaro, causando una generalizzata svendita nelle commodities, i cui prezzi toccano i minimi da 16 anni a questa parte, con un nuovo affondo che reitera i timori sull'outlook della crescita globale e dei mercati emergenti in particolare. Tuttavia, a livello macro, l'Indice Principale delle attività economiche, rilasciato dal Conference Board, continua a registrare andamenti positivi. Il valore sembra, dunque, poter parzialmente rassicurare la comunità finanziaria, confermando l'espansione dell'economia domestica.

S&P 500 -0.50%, Dow Jones Industrial -0.45%, Nasdaq Composite -0.84%

## Asia

Settimana di contrattazioni contrastata per i mercati azionari asiatici, segnati dalla decisione della FED sul rialzo dei tassi ufficiali e dalla debolezza del petrolio. Il listino giapponese apre in ribasso, nonostante indicazioni macro superiori alle attese, a causa del calo delle commodities e della politica attendista della BOJ, con il settore finanziario e quello commerciale colpiti in particolar modo. Positiva al contrario la Cina continentale, grazie a un indebolimento dello Yuan, elemento positivo per le imprese esportatrici. Mercoledì, spinti dall'ormai prossima decisione della FED sui tassi, i mercati della regione segnano un deciso rialzo. I listini nipponici risultano essere i migliori, facendo segnare la performance più alta degli ultimi due mesi, anche grazie ai dati relativamente confortanti provenienti dal settore industriale. Più deboli i mercati cinesi, che chiudono vicino alla parità, frenati da una ricerca governativa secondo cui il rallentamento economico dovrebbe continuare nei prossimi anni. Bene anche l'Australia che recupera dal calo della giornata precedente, causato dalla pressione del prezzo delle commodities e dal rallentamento della Cina, principale partner commerciale, grazie a speculazioni su ulteriori misure espansive da parte della RBA in vista di una ristrutturazione economica del paese. I mercati APAC accolgono favorevolmente la decisione di rialzare i tassi d'interesse ufficiali da parte della Federal Reserve e trattano in rialzo nella giornata di contrattazione seguente. La sostanziale stabilità del dollaro nei confronti dello Yen e l'indebolimento dello Yuan cinese dai picchi degli ultimi dieci giorni, viaggiano in parallelo ai rialzi dei listini azionari. Infine, i listini chiudono la settimana in negativo a causa dei timori legati al rallentamento delle economie della regione.

Nikkei -1.27%, Hang Seng +1.36%, Shanghai Composite +4.20%, ASX +1.54%

### **Principali avvenimenti della settimana**

Principali temi a livello politico. Nell'Eurozona il clima di tensione geopolitico si è concentrato specialmente tra Russia e Turchia e le elezioni amministrative francesi, per le quali al primo turno il Fronte National di Marine Le Pen si è aggiudicato poco meno del 30% delle preferenze, percentuale poi smentita dal secondo turno elettorale, che ha portato il partito di estrema destra a non aggiudicarsi nessuna regione. In tema Grecia, venerdì sera a mercato chiuso, Dbrs ha migliorato il rating sulla Grecia, portandolo da 'CC' a 'CCC (High)' con un trend stabile, facendo riferimento alla stabilizzazione dell'economia e del settore bancario, grazie al programma degli aiuti internazionali concesso ad Atene. Dalla zona Euro, intanto, è arrivato il via libera provvisorio al pagamento della nuova tranche da un miliardo di aiuti. Per ottenere i nuovi fondi, il governo di Atene ha accettato di ritirare dal parlamento, almeno temporaneamente, la contestata proposta di un pacchetto di misure di spesa socio assistenziale. Fitch ha confermato il rating della Francia a 'AA' con outlook stabile, e quello del Regno Unito a 'AA+' anche in questo caso con outlook stabile. Guardando ai dati macro, i numeri più rilevanti questa settimana arrivano dalla Germania, con le indicazioni del morale di investitori e imprese. L'indice Zew, che monitora il sentimento di fiducia della comunità degli investitori, tiene banco a dicembre, con 55 punti rispetto ai 54.2 attesi dagli analisti; in calo, invece, l'IFO sul clima commerciale, che scende a 108.7 rispetto ai 109 di novembre. Per

quanto riguarda l'Italia, il ministro Padoan ha nuovamente confermato le stime di crescita del Pil italiano, visto a +0.9% nel 2015 e a +1.6% nel 2016, ribadendo l'intenzione di aumentare l'anno prossimo l'indebitamento netto fino al 2.4% del Pil, appellandosi alle clausole europee sulla flessibilità.

Per quanto riguarda il newsflow societario europeo, per Telecom Italia doppia vittoria in assemblea di Vivendi, che blocca la conversione delle azioni di risparmio e riesce a nominare quattro rappresentanti nel consiglio di amministrazione, mettendo sotto scacco almeno una parte dell'attuale consiglio. La decisione è indebolita però dal mancato svincolo dell'obbligo di non concorrenza, richiesto dal gruppo francese. Intenso newsflow su Unicredit. Il gruppo non ha bisogno di un aumento di capitale, perché è in grado di generarne a sufficienza, per raggiungere gli obiettivi del piano triennale e ha già fatto accantonamenti pari a 12 centesimi per azione per l'eventuale distribuzione del dividendo sul 2015. La società ha raggiunto un accordo per la cessione di due portafogli con esposizioni in sofferenza verso piccole e medie imprese del valore di libro di € 250 mln. Inoltre, ha annunciato la ristrutturazione del business retail in Austria, il piano prevede € 150 mln di risparmi aggiuntivi entro il 2018, e di non essere interessata all'acquisto di una delle quattro banche recentemente salvate. Nell'ambito del piano di ristrutturazione, annunciato il mese scorso, il governatore della banca centrale austriaca, Ewald Nowotny, ha detto che il gruppo manterrà le competenze sul Centro-Est Europa a Vienna. Enel ha confermato gli obiettivi per il 2015. Secondo l'AD Francesco Starace, è in procinto di essere conclusa la trattativa per la cessione della quota detenuta in Slovenske Elektrarne. Secondo una fonte l'intesa con Eph, che acquisterà la metà della quota di Enel in Slovenske, pari al 66,7%, porterà nelle casse del gruppo italiano circa € 380 mln. Da sottolineare anche l'approvazione di Borsa Italiana sulla quotazione delle azioni ordinarie di Ferrari su Mta. Per quanto riguarda l'M&A da aggiungere che Snam ha perfezionato l'acquisizione del 20% detenuto da Statoil Holding Netherlands nella Trans Adriatic Pipeline per € 130 mln e che Prysmian ha siglato un accordo per aumentare la sua partecipazione in Oman Cables Industry, acquisendo il 16% per circa € 100 mln..

Anche questa settimana newsflow societario statunitense centrato sull'M&A. La fusione annunciata nel settore chimico tra Dupont e Dow darà vita a un gigante da \$ 130 mld di capitalizzazione di mercato e \$ 90 mld di fatturato annuale, a coronamento di un anno già record per i merger globali. Tuttavia, secondo gli analisti, il deal andrà incontro all'attenta analisi delle autorità antitrust. Newell Rubbermaid, uno dei principali produttori di beni durevoli, ha annunciato un'offerta su Jarden per \$ 15 mld, in un'operazione che dovrebbe garantire alla società nascente, con vendite annue per circa \$ 16 mld, maggiore potere contrattuale con i principali retailers. Il rivenditore di cosmetici Avon ha annunciato la vendita dell'80.1% del capitale della divisione nordamericana a Cerberus Capital Management, in un'operazione da \$ 605 mln. Il calo dei prezzi delle commodities continua a deprimere le società dei settori correlati. Arch Coal, la seconda società statunitense attiva nell'estrazione di carbone, ha richiesto una proroga nel pagamento di una rata da \$ 90 mln su finanziamenti ricevuti dal sistema bancario: nel caso la società proceda all'avvio delle procedure concorsuali arriverebbe a quattro il numero di gruppi minerari falliti nel 2015. Pubblicati, inoltre, alcuni risultati trimestrali. Migliore delle attese la trimestrale di Accenture per la crescita del

business legato alle consulenze, che ha portato la società alzare la propria guidance annuale. Negative, invece, le trimestrali di General Mills che, colpita dal dollaro forte e dalla debole domanda di prodotti, taglia la guidance per le vendite dell'intero anno, e di Rita Aid, che sembra soffrire per l'introduzione sul mercato di più farmaci generici a basso margine. Il rivenditore di cosmetici Avon ha annunciato la vendita dell'80.1% del capitale della divisione nordamericana a Cerberus Capital Management, in un'operazione da \$ 605 mln.

Dal Giappone arrivano dati macroeconomici superiori alle attese. L'indice Tankan, sulla fiducia delle grandi imprese manifatturiere del quarto trimestre, supera il consensus degli analisti, suggerendo, come utili a livelli record stiano compensando le incertezze sull'effetto delle azioni della FED. Si rivela superiore alle aspettative anche la bilancia commerciale giapponese, per il mese di novembre, tuttavia in contrazione dal numero positivo segnato a ottobre: il dato, secondo gli analisti, continuerebbe comunque a segnalare la buona situazione dell'economia asiatica e, in particolare, la forza delle imprese esportatrici che, complice il cambio, riescono a far fronte alla domanda che non mostra ancora segni di netta ripresa, così come l'inflazione nel paese. Infine, la BoJ ha annunciato un nuovo programma di acquisti di exchange-traded fund e sta valutando l'estensione della maturity media dei bond governativi detenuti in portafoglio, manovra che in sostanza non modifica le precedenti misure. Dalla Cina negativi i risultati di una ricerca governativa, secondo cui il rallentamento economico dovrebbe continuare nei prossimi anni, vedendo il tasso di crescita ridursi in un intervallo del 6.6% -6.8%. Anche il Beige Book rimarca lo stato di precarietà della seconda economia mondiale: a preoccupare i risultati molto deludenti delle principali società nazionali che dovrebbero appunto guidare il rallentamento nel settore industriale. Sul fronte monetario lo Yuan tratta verso nuovi minimi, a causa del rafforzamento del dollaro e della decisione, delle autorità di Pechino, di legare la valuta a un paniere di divise e non più solo alla divisa statunitense.

## **Appuntamenti macro prossima settimana**

### **USA**

Dopo una settimana con gli occhi puntati sui tassi ufficiali della Federal Reserve, l'attenzione tornerà verosimilmente sui dati macro in arrivo, in queste ultime sedute di borsa aperta, per monitorare la solidità dell'economia domestica. In arrivo la terza lettura del PIL annualizzato del terzo trimestre. Sotto costante attenzione i dati ricorrenti sul mercato del lavoro e sull'immobiliare. Sono previsti in lieve calo rispetto al periodo precedente Spese e Redditi personali. Verrà, infine, reso noto per dicembre il valore finale dell'University of Michigan Sentiment, con attese a 92 punti.

## Europa

Decisamente povera di dati macro di rilievo sarà, invece, la settimana dell'Eurozona, dove le uniche indicazioni riguarderanno la fiducia al consumo preliminare per dicembre, rilasciata dalla Commissione Europea, attesa negativa a -5.8. Per l'Italia si attendono i numeri delle vendite retail e degli ordini industriali di ottobre.

## Asia

Scarse le indicazioni macro di rilievo anche per quanto riguarda la Cina, dove il Conference Board pubblicherà i numeri del Leading Index martedì. Molti, al contrario, i dati in arrivo dal Giappone, in primis il tasso di disoccupazione, atteso stabile intorno al 3.2%, e il rapporto impieghi/candidati per novembre. Rilevante anche ai fini delle scelte di politica della Bank of Japan, inoltre, il valore dell'inflazione nazionale su base annua, per cui gli analisti attendono una conferma del +0.3% di ottobre.

### FINESTRA SUI MERCATI

18/12/15 12.16

AZIONARIO			Performance %						
DEVELOPED		Date	Last	1day	5day	1 M	YTD	2014	
MSCI World		USD	17/12/2015	1,653	-0.81%	+1.06%	-2.18%	-3.18%	+2.89%
DEVELOPED		Date	Last	1day	5day	1 M	YTD	2014	
AMERICA	MSCI North Am	USD	17/12/2015	2,062	-1.53%	-0.64%	-2.36%	-2.52%	+10.27%
	S&P500	USD	17/12/2015	2,042	-1.50%	-0.58%	-2.08%	-0.83%	+11.99%
	Dow Jones	USD	17/12/2015	17,496	-1.43%	-0.45%	-1.36%	-1.84%	+7.52%
	Nasdaq 100	USD	17/12/2015	4,598	-1.42%	-0.97%	-1.19%	+8.54%	+13.80%
EUROPA	MSCI Europe	EUR	17/12/2015	123	+1.22%	+2.56%	-4.08%	+5.20%	+4.09%
	DJ EuroStoxx 50	EUR	16/12/2015	3,292	-0.45%	+2.76%	-4.89%	+4.62%	+1.20%
	FTSE 100	GBP	16/12/2015	6,083	-0.32%	+2.19%	-3.12%	-7.35%	-2.73%
	Cac 40	EUR	16/12/2015	4,661	-0.30%	+2.45%	-5.01%	+9.80%	-0.54%
	Dax	EUR	16/12/2015	10,706	-0.30%	+3.33%	-2.32%	+9.18%	+2.65%
	Ibex 35	EUR	16/12/2015	9,805	-0.79%	+1.77%	-4.48%	-4.66%	+3.66%
ASIA	Five MIB	EUR	16/12/2015	21,427	-0.45%	+1.96%	-3.01%	+12.79%	+9.23%
	MSCI Pacific	USD	17/12/2015	2,274	+0.66%	-0.23%	-0.77%	-1.32%	-4.63%
	Nikkei 225	JPY	16/12/2015	980	-1.91%	-0.94%	-3.86%	+6.88%	+9.08%
	Nikkei	JPY	16/12/2015	18,987	-1.90%	-1.27%	-3.37%	+8.80%	+7.12%
	Hong Kong	HKD	16/12/2015	21,736	-0.33%	+1.36%	-1.95%	-7.64%	+1.28%
SAP/ASX Australia	AUD	16/12/2015	5,107	+0.09%	+1.34%	-0.52%	-3.62%	+1.18%	

AZIONARIO			Performance %					
EMERGING	Date	Last	1day	5day	1 M	YTD	2014	
MSCI Em Mkt	USD	17/12/2015	799	+1.84%	+3.24%	-2.95%	-16.49%	-4.63%
MSCI EM BDC	USD	17/12/2015	223	+0.96%	+0.50%	-3.28%	-15.02%	-5.89%
EMERGING	Date	Last	1day	5day	1 M	YTD	2014	
MSCI EM Lat Am	USD	17/12/2015	1,803	+0.95%	-1.10%	-6.12%	-30.58%	-14.78%
BRAZIL BOVESPA BRL	BRL	17/12/2015	45,261	+0.35%	-0.81%	-4.58%	-9.49%	-2.91%
ARG Merval	ARS	17/12/2015	11,938	-0.81%	-8.91%	-13.33%	+39.16%	+59.14%
MSCI EM Europe	USD	17/12/2015	113	+0.75%	+2.80%	-5.60%	-6.27%	-40.01%
Mexco - Russia	RUB	16/12/2015	1,730	-2.85%	+0.58%	-4.43%	+23.99%	-7.15%
ISR NATIONAL B	TRY	16/12/2015	73,982	-0.72%	+4.13%	-9.11%	-14.63%	+26.40%
Prague Stock Exch.	CZK	16/12/2015	927	-0.53%	+0.43%	-6.58%	-2.09%	-4.28%
MSCI EM Asia	USD	17/12/2015	494	+0.98%	+2.51%	-6.09%	-11.75%	+2.48%
Shanghai Composite	CNY	16/12/2015	3,579	-0.83%	+4.20%	+0.29%	+38.64%	+12.87%
INDI SENSEX 30	INR	16/12/2015	25,319	-1.10%	+1.90%	+0.54%	-7.20%	+30.08%
KOSPI	KRW	16/12/2015	1,973	-0.13%	+1.77%	+0.63%	+3.12%	-4.79%



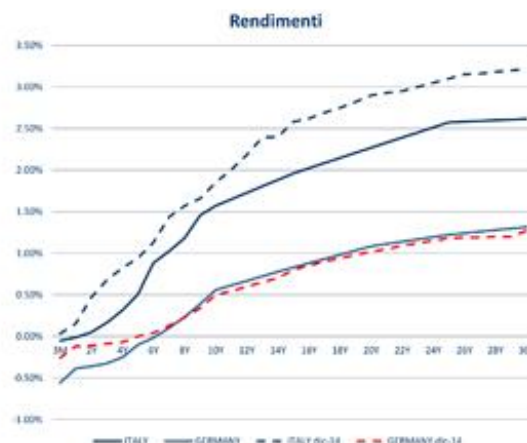
**FINESTRA SUI MERCATI**

18/12/15 12.16

CAMBI			Performance %				
Cambi	Date	Last	1day	5day	1 M	YTD	31/12/14 FX
EUR Vs USD	18/12/2015	1.082	-0.86%	-1.57%	+1.50%	-10.54%	1.218
EUR Vs Yen	18/12/2015	131.580	-0.99%	-1.58%	-0.30%	-10.25%	144.850
EUR Vs GBP	18/12/2015	0.725	-0.23%	+0.34%	+3.49%	-7.12%	0.777
EUR Vs CHF	18/12/2015	1.077	-0.89%	-0.33%	-0.89%	-11.60%	1.202
EUR Vs CAD	18/12/2015	1.310	+0.11%	-0.84%	+6.32%	+6.91%	1.406

COMMODITIES			Performance %				
	Date	Last	1day	5day	1 M	YTD	2014
Crude Oil WTI	18/12/2015	35	-0.63%	-2.50%	-14.77%	-34.80%	-45.36%
Gold J/Onz	18/12/2015	1,094	+0.51%	-1.70%	-1.33%	-10.83%	-4.82%
CRB Commodity	18/12/2015	171	-0.63%	-3.57%	-7.03%	-25.77%	-18.83%
London Metal	17/12/2015	2,136	-1.22%	-2.51%	-1.02%	-27.86%	-4.18%
Vix	17/12/2015	18.9	+6.08%	-2.87%	+12.40%	-1.35%	+4.35%

OBBLIGAZIONI - tassi e spread								
Tassi	Data	Last	17-dic-15	11-dic-15	6-nov-15	31-dic-15	11-dic-12	11-dic-12
2y germania	EUR	18/12/2015	-0.352	-0.35	-0.35	-0.29	0.24	-0.02
5y germania	EUR	18/12/2015	-0.697	-0.67	-0.11	0.01	0.92	0.30
10y germania	EUR	18/12/2015	-0.558	0.60	-0.54	0.60	1.93	1.32
2y italia	EUR	18/12/2015	0.065	0.076	0.078	0.090	1.257	1.587
Spread Vs Germania			42	42	43	38	104	209
5y italia	EUR	18/12/2015	0.514	0.544	0.499	0.641	2.730	3.308
Spread Vs Germania			61	62	61	64	361	301
10y italia	EUR	18/12/2015	1.575	1.629	1.539	1.789	4.125	4.497
Spread Vs Germania			102	103	100	110	220	318
2y usa	USD	18/12/2015	0.973	0.98	0.88	0.89	0.38	0.25
5y usa	USD	18/12/2015	1.659	1.70	1.55	1.73	1.74	0.72
10y usa	USD	18/12/2015	2.213	2.22	2.13	2.33	3.03	1.76
EURIBOR			17-dic-15	11-dic-15	6-nov-15	31-dic-15	11-dic-12	11-dic-12
Euribor 1 mese	EUR	17/12/2015	-0.198	-0.198	-0.199	-0.124	0.216	0.109
Euribor 3 mesi	EUR	17/12/2015	-0.133	-0.133	-0.128	-0.073	0.287	0.187
Euribor 6 mesi	EUR	17/12/2015	-0.041	-0.041	-0.038	-0.002	0.389	0.320
Euribor 12 mesi	EUR	17/12/2015	0.039	0.039	0.065	0.096	0.556	0.347



*Il presente articolo è basato su dati e informazioni ricevuti da fonti esterne ritenute accurate ed attendibili sulla base delle informazioni attualmente disponibili, ma delle quali non si può assicurare la completezza e correttezza. Esso non costituisce in alcun modo un'offerta di stipula di un contratto di investimento, una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario nè configura attività di consulenza o di ricerca in materia di investimenti. Le opinioni espresse sono attuali esclusivamente alla data indicata nel presente articolo e non hanno necessariamente carattere di indipendenza e obiettività. Conseguentemente, qualunque eventuale utilizzo – da parte di terzi – dei dati, delle informazioni e delle valutazioni contenute nel presente articolo avviene sulla base di una decisione autonomamente assunta e non può dare luogo ad alcuna responsabilità per l'autore.*