

Edizione di sabato 21 maggio 2016

CASI CONTROVERSI

[Contabilizzazione degli interventi 65% nel reddito di impresa](#)

di Comitato di redazione

ISTITUTI DEFLATTIVI

[Interpello sui nuovi investimenti a regime](#)

di Alessandro Bonuzzi

REDDITO IMPRESA E IRAP

[Quel qualcosa in più e l'Irap](#)

di Carla Grande, Davide De Giorgi

DICHIARAZIONI

[Quadro RS: trasformazione da società Ires a società di persone](#)

di Federica Furlani

CONTABILITÀ

[Zero coupon](#)

di Viviana Grippo

FOCUS FINANZA

[La settimana finanziaria](#)

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

CASI CONTROVERSI

Contabilizzazione degli interventi 65% nel reddito di impresa

di **Comitato di redazione**

La **detrazione del 65%**, relativa al miglioramento dell'efficienza energetica degli edifici, ha avuto un ottimo riscontro tra i contribuenti, compresi i soggetti che realizzano redditi di impresa e/o lavoro autonomo, anche per il fatto che **non è limitata a fabbricati a destinazione abitativa**, potendo essere estesa anche a immobili di natura strumentale.

A ben vedere, peraltro, in queste fattispecie si potrà di fatto fruire di un **doppio beneficio**:

- il recupero del costo sotto forma di **ammortamento**, con l'applicazione delle regole usuali previste dall'articolo 102 del TUIR;
- il godimento della **detrazione** specifica, che serve a premiare il particolare intervento finalizzato al risparmio energetico.

Che tale doppio beneficio non sia in contrasto con il sistema è stato affermato dalla stessa Agenzia delle entrate che, con la **circolare 20/E del 13-05-2011**, sia pure in riferimento alla casistica del reddito di lavoro autonomo, ha confermato la possibilità di recuperare il costo (anche quello premiato con il bonus) mediante la deduzione delle quote di ammortamento.

I soggetti che producono reddito di impresa e, in particolare, le società, si debbono però confrontare con un problema legato alla **contabilizzazione del beneficio** in parola.

Ipotizziamo il caso di una **SRL** che si pone il problema di come dare rappresentazione contabile alla detrazione.

Solitamente si contrappongono due approcci:

- da un lato, si vorrebbe evidenziare il **credito maturato verso l'erario**, materialmente godibile in 10 rate annuali, provvedendo poi allo "storno" man mano che trascorrono le varie annualità;
- per altro verso, taluni si limitano a **ridurre direttamente l'ammontare delle imposte** di ciascun singolo esercizio, senza evidenziare alcuna quota di credito.

A ben vedere, in radice del problema, si dovrebbe provvedere ad inquadrare la tipologia di agevolazione in parola, cercando di comprendere se la medesima possa essere (o meno) assimilata ad un **contributo in conto impianti**.

A mente delle indicazioni fornite dal documento **OIC 16** (anche nella versione in bozza

revisionata nel 2016), i contributi in conto impianti sono somme erogate da un soggetto pubblico (Stato o enti pubblici) alla società per la realizzazione di iniziative dirette alla costruzione, riattivazione e ampliamento di immobilizzazioni materiali, commisurati al costo delle medesime.

Già su questo aspetto si potrebbe discutere sul fatto che gli interventi premiati con il 65% possano rientrare nel concetto di **“riattivazione ed ampliamento di immobilizzazioni materiali”** (si è, ovviamente, esclusa la costruzione).

Ma la questione che determina il maggior problema è l’affermazione – contenuta nel medesimo documento OIC – in forza della quale *“i contributi in conto impianti sono rilevati nel momento in cui esiste una **ragionevole certezza** che le condizioni previste per il riconoscimento del contributo sono soddisfatte e che i contributi saranno erogati. Si iscrivono infatti in bilancio quando si tratta di contributi acquisiti sostanzialmente in via definitiva”*.

La particolare modalità di fruizione del beneficio, nei limiti della quota di imposta del singolo periodo, non permette di avere la certezza della **sicura capienza**, con la conseguenza che potrebbe tranquillamente verificarsi la “perdita” di una parte delle quote idealmente maturate.

Insomma, si deve ritenere che tale certezza di godimento materialmente sia **latitante** nel caso di specie.

Diversamente operando, si dovrebbero iscrivere delle **poste di credito** che, nel corso del decennio di fruizione della agevolazione, potrebbero poi rivelarsi non spettanti; ovviamente si potrà porre rimedio mediante la rilevazione di una **insussistenza**, ma tale comportamento – a parere di chi scrive – potrebbe evidentemente contrastare con il rispetto del postulato della prudenza che, invece, dovrebbe sempre presiedere la redazione del bilancio di esercizio.

Constatato ciò, non resta che riscontrare la **difficile** (per non dire impossibile) **possibilità di iscrizione del bonus come contributo**, sia per il difficile inquadramento dell’intervento nell’ambito della definizione fornita dal principio contabile, sia per la evidente certezza nella materiale fruizione.

Ecco, allora, che non resta che orientarsi verso l’altra soluzione indicata.

Ci si dovrà limitare a rilevare, anno per anno, la minore quota di IRES dovuta in relazione alla fruizione del decimo della agevolazione, ove vi sia la capienza.

Per fornire un dettaglio al lettore del bilancio in relazione alla minore misura del carico fiscale di periodo, sarà opportuna una descrizione del calcolo nella **nota integrativa**, specificando la tipologia di intervento e l’incidenza del beneficio, in stretto raccordo con le indicazioni contenute nella dichiarazione dei redditi.

Le indicazioni sopra fornite inducono anche ad **escludere qualsiasi stanziamento di imposte**

anticipate, per il semplice fatto che manca, anche in tal caso, la ragionevole certezza del recupero (effettivo) del *bonus*, sempre per il problema della possibile carenza di imposta da abbattere.

ISTITUTI DEFLATTIVI

Interpello sui nuovi investimenti a regime

di **Alessandro Bonuzzi**

Attivato l'**interpello** previsto dal decreto internazionalizzazione per i **nuovi investimenti** effettuati in Italia da parte di imprese italiane ed estere.

Con il **provvedimento del suo Direttore n. 77220** emanato ieri, l'Agenzia delle entrate individua, infatti, gli **uffici competenti** a trattare le istanze presentate dagli investitori e gli uffici che si occuperanno della verifica della corretta applicazione delle risposte fornite dal Fisco.

Si ricorda che la nuova tipologia di istanza di interpello sui nuovi investimenti è stata istituita dall'**articolo 2 del D.Lgs. 147/2015**.

La norma **demandava** ad apposito provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate il compito di individuare gli uffici competenti al rilascio della risposta alle istanze di interpello e alla verifica della corretta applicazione della stessa. Il documento di prassi in analisi fornisce dunque indicazioni in tal senso.

Ai fini della trattazione della singola fattispecie, in generale, le istanze di interpello vanno indirizzate all'ufficio **Interpelli Nuovi Investimenti della Direzione Centrale Normativa** dell'Agenzia delle Entrate.

I contribuenti ammessi al regime dell'adempimento collaborativo (c.d. **cooperative compliance**), invece, devono presentare le istanze alla **Direzione Centrale Accertamento**. Tuttavia, per le istanze relative ai nuovi investimenti eseguiti dai gruppi di società o raggruppamenti di imprese, l'ufficio Interpelli Nuovi Investimenti è comunque l'ufficio competente, anche se uno o più dei partecipanti abbiano avuto accesso al regime della **cooperative compliance**.

Peraltro, sia l'ufficio Interpelli Nuovi Investimenti della Direzione Centrale Normativa, sia l'ufficio della Direzione Centrale Accertamento, sono altresì competenti ad effettuare, ove necessario, gli **accessi** e le **verifiche** presso la sede dell'attività, anche avvalendosi degli **uffici territorialmente competenti** in ragione della sede di svolgimento dell'impresa o della stabile organizzazione interessate dall'attività istruttoria.

L'articolo 5 del **D.M. 29 aprile 2016**, recante le modalità applicative del nuovo istituto e pubblicato sulla **G.U. n. 110 del 12 maggio 2016**, prevede che l'Agenzia debba comunicare la risposta al contribuente **entro 120 giorni** dal ricevimento della domanda.

Il parere del Fisco deve tener conto del piano di investimento proposto e di tutti gli elementi informativi forniti dall'investitore, anche a seguito di eventuali contatti instaurati con l'impresa istante.

Nel caso in cui si renda necessaria l'acquisizione di ulteriori documenti, il responso dovrà essere reso **entro 90 giorni** decorrenti dalla ricezione della documentazione integrativa.

Diversamente, la **verifica della corretta applicazione delle risposte rese**, in via generale, spetta alla **Direzione Provinciale competente sulla base del domicilio fiscale del contribuente**.

Al riguardo, il provvedimento indica tre casi nei quali tale regola generale viene **derogata**. In particolare, la verifica della corretta applicazione delle risposte compete:

1. all'ufficio **Grandi Contribuenti** o all'ufficio **controlli Fiscali della Direzione Regionale**, per i soggetti con volume d'affari, ricavi o compensi superiori a **100 milioni di euro**;
2. alla **Direzione Provinciale** ovvero all'**Ufficio Grandi Contribuenti** o, ancora, all'**Ufficio controlli Fiscali** incardinati presso la Direzione Regionale nella cui circoscrizione è il domicilio fiscale dell'impresa che effettua l'investimento o il cui patrimonio è oggetto dell'investimento, quando l'istanza è presentata da un **soggetto non residente privo di stabile organizzazione** in Italia;
3. alla **Direzione Centrale Accertamento – Ufficio Cooperative Compliance** – quando l'istanza è presentata da contribuenti ammessi al regime dell'adempimento collaborativo.

REDDITO IMPRESA E IRAP

Quel qualcosa in più e l'Irap

di **Carla Grande, Davide De Giorgi**

La **Corte di Cassazione**, con la **sentenza n. 9451**, del **10 maggio 2016**, pronunciata a **Sezioni Unite**, mette fine ad una annosa questione interpretativa avente ad oggetto la legittima applicazione dell'**Irap** alle **persone fisiche** (anche società semplici o equiparate) che svolgono un'**attività "autonomamente organizzata"** diretta alla produzione o allo scambio di beni o servizi.

Pur avendo riscontrato la presenza di un dipendente e di beni strumentali, la Corte ha escluso il requisito dell'autonoma organizzazione ai fini dell'Irap, riconoscendo al **contribuente** il diritto al rimborso del **tributo pagato** per gli anni **dal 2000 al 2004**.

Dal punto di vista ermeneutico i Giudici chiariscono che per potersi configurare una autonoma organizzazione non occorre che il contribuente si doti di una struttura "complessa" e prevalente rispetto al lavoro posto in essere dal soggetto "(...) o addirittura in grado di generare profitti anche senza di lui, ma è sufficiente che vi sia un **insieme tale da porre il professionista in una condizione più favorevole di quella in cui si sarebbe trovato senza di esso**".

Utilizzando le parole della Corte di Cassazione, al fine della **configurazione** del **presupposto impositivo**, è necessario effettuare un "**bilanciamento fattuale**" tra l'**organizzazione** e il **lavoro**, e solo nel caso in cui i fattori organizzativi "*non siano tutto sommato trascurabili*", ma apportino un "**effettivo qualcosa in più**" al lavoro autonomo, il contribuente dovrà corrispondere il tributo Irap.

Così argomentando, la pronuncia si colloca in mezzo ai **due filoni principali** che si sono contrapposti in questi anni, dove da un lato, una parte della giurisprudenza era granitica nel ritenere sussistente l'obbligo di pagamento del tributo Irap ogni qualvolta il contribuente, per l'espletamento della propria attività, si dotasse di una pur minima organizzazione di mezzi, e dall'altro, un filone giurisprudenziale più "**permissivo**", riconosceva come dovuto il pagamento del tributo solo nel caso in cui l'organizzazione assumesse particolare rilevanza.

Per far sorgere l'obbligo di **pagamento del tributo** basta, a detta dei Giudici, l'esistenza di un **apparato** che **non sia sostanzialmente ininfluente**, ovvero sia di un *quid pluris* che secondo il comune sentire, sia in grado di fornire un apprezzabile apporto al professionista.

In altri termini, il professionista, l'artista o l'imprenditore individuale **non è obbligato** a pagare il tributo solo nel caso in cui sia dotato di una **organizzazione che impiega un solo collaboratore che esplica mansioni di segreteria o meramente esecutive**.

Dal punto di vista giuridico vengono fornite due principi di diritto di seguito riportati.

Innanzitutto la Corte di Cassazione rammenta che “*A norma del combinato disposto del Decreto Legislativo 15 dicembre 1997, n. 446, articolo 2, primo periodo, e articolo 3, comma 1, lettera c), l’esercizio delle attività di lavoro autonomo di cui all’articolo 49, comma 1 (nella versione vigente fino al 31/12/2003), ovvero al Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, articolo 53, comma 1, (nella versione vigente dal 1/1/2004), è escluso dall’applicazione dell’imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) solo qualora si tratti di attività non autonomamente organizzata. Il requisito dell’autonoma organizzazione, il cui accertamento spetta al giudice di merito ed è insindacabile in sede di legittimità se congruamente motivato, ricorre quando il contribuente: a) sia, sotto qualsiasi forma, il **responsabile dell’organizzazione** e non sia, quindi, inserito in strutture organizzative riferibili ad altrui responsabilità ed interesse; b) impieghi beni strumentali eccedenti, secondo l’id quod plerumque accidit, il **minimo indispensabile** per l’esercizio dell’attività in assenza di organizzazione, oppure si avvalga in modo non occasionale di lavoro altrui. **Costituisce onere del contribuente che chieda il rimborso dell’imposta asseritamente non dovuta dare la prova dell’assenza delle condizioni sopraelencate**”.*

Esplicitato il suddetto principio di diritto la Corte di Cassazione cerca di calmierare quanto detto sopra fornendo delle precisazioni.

Dal punto di vista del **fattore lavoro**, gli Ermellini chiariscono che tale fattore può assumere diversa incidenza. Esso **non** può certo dirsi **determinante** ai fini dell’Irap **nel caso in cui il professionista si limiti ad avvalersi in modo non occasionale di lavoro altrui quando questo si concreti nell’espletamento di mansioni di segreteria o generiche o meramente esecutive, che rechino all’attività svolta dal contribuente un apporto del tutto mediato o, appunto, generico.**

Lo stesso limite segnato in relazione ai **beni strumentali** “*eccedenti, secondo l’id quod plerumque accidit, il minimo indispensabile per l’esercizio dell’attività in assenza di organizzazione, non può che valere, armonicamente, per il fattore lavoro, **la cui soglia minimale si arresta all’impiego di un collaboratore**”.*

Fatte le suddette precisazioni, la Corte di Cassazione specifica che “*con riguardo al presupposto dell’IRAP, il requisito **dell’autonoma organizzazione** – previsto dal Decreto Legislativo 15 settembre 1997, n. 496, articolo 2, -, il cui accertamento spetta al giudice di merito ed è insindacabile in sede di legittimità se congruamente motivato, ricorre quando il contribuente:*

- 1. sia, sotto qualsiasi forma, il responsabile dell’organizzazione e non sia, quindi, inserito in strutture organizzative riferibili ad altrui responsabilità ed interesse;*
- 2. impieghi beni strumentali eccedenti, secondo l’id quod plerumque accidit, il minimo indispensabile per l’esercizio dell’attività in assenza di organizzazione, oppure **si avvalga in modo non occasionale di lavoro altrui che superi la soglia dell’impiego di un collaboratore che espliciti mansioni di segreteria ovvero meramente esecutive**”.*

DICHIARAZIONI

Quadro RS: trasformazione da società Ires a società di persone

di **Federica Furlani**

La compilazione dei **righe da RS2 a RS6** del quadro RS del modello Unico SP consente alla società di persone risultante dalla trasformazione di una società soggetta all'Ires di tenere sotto controllo **le riserve formatesi prima della trasformazione** e il **riporto delle perdite** sempre formatesi prima dell'evento straordinario.

In particolare, per quanto riguarda le riserve, l'**articolo 170, comma 4, Tuir**, disciplina il **regime delle riserve nel caso di trasformazione da una società soggetta all'IRES in una società non soggetta a tale imposta (trasformazione omogenea regressiva)**.

La norma prevede che tali riserve, escluse quelle di cui all'articolo 47, comma 5, del Tuir, (ovverosia le riserve da sovrapprezzo azioni, i versamenti dei soci a fondo perduto o in conto capitale, le riserve di rivalutazione monetaria esente che, essendo riserve di capitali, possono ridurre il costo fiscale della partecipazione):

- se evidenziate nel bilancio della società di persone trasformata **con l'indicazione della loro origine, concorrono a formare il reddito imponibile dei soci solo nel periodo della relativa distribuzione o utilizzo per scopi diversi dalla copertura delle perdite d'esercizio;**
- **se non evidenziate** nel bilancio della società di persone trasformata ovvero se iscritte senza l'indicazione della loro origine, **vengono riprese a tassazione nel periodo d'imposta successivo alla trasformazione.**

Ai sensi del comma 5 dell'articolo 170 Tuir, dette riserve, **in caso di imputazione ai soci**, sono assoggettate ad imposta secondo il regime applicabile alla distribuzione delle riserve delle società di cui all'articolo 73 Tuir soggette ad Ires.

Di conseguenza le riserve che si considerano distribuite per effetto della trasformazione sono tassate in capo ai beneficiari con le seguenti modalità:

a) **se i beneficiari sono soggetti passivi d'imposta ai fini Irpef (persone fisiche)**, secondo le disposizioni di cui all'articolo 47 Tuir:

- **imponibilità al 40%** del dividendo senza applicazione di alcuna ritenuta alla fonte, se le riserve riguardano partecipazioni qualificate e sono costituite da utili prodotti in esercizi anteriori a quello in corso al 31 dicembre 2007;
- **imponibilità al 49,72%** del dividendo senza applicazione di alcuna ritenuta alla fonte,

se le riserve riguardano partecipazioni qualificate e sono costituite da utili prodotti a partire dall'esercizio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007;

- **imponibilità al 100%** del dividendo con applicazione di una ritenuta alla fonte a titolo d'imposta nella misura del 26%, se le riserve riguardano partecipazioni non qualificate;

b) se i beneficiari sono **imprenditori soggetti passivi Irpef** (imprenditore individuale, società di persone), secondo le disposizioni di cui all'articolo 59 Tuir:

- **imponibilità al 40% del dividendo** senza applicazione di alcuna ritenuta alla fonte, indipendentemente dalla quota di partecipazione detenuta, se le riserve sono costituite da utili prodotti in esercizi anteriori a quello in corso al 31 dicembre 2007;
- **imponibilità al 49,72% del dividendo** senza applicazione di alcuna ritenuta alla fonte, indipendentemente dalla quota di partecipazione detenuta, se le riserve sono costituite da utili prodotti a partire dall'esercizio successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007;

c) se i beneficiari sono **soggetti passivi d'imposta ai fini Ires** (società di capitali), secondo le disposizioni previste in materia di "dividendi ed interessi" dall'articolo 89 del Tuir, ovvero sia imponibilità per il **5% dell'ammontare del dividendo**.

Ai fini del regime impositivo delle riserve, una società di capitali che ha optato per il **regime di trasparenza di cui agli articoli 115 e 116 del Tuir** è assimilabile ad una società di persone. Pertanto le riserve di una società di capitali trasparente, se iscritte nella contabilità della società di persone trasformata, con l'indicazione di origine, non sono assoggettate a imposizione in capo ai soci al momento della distribuzione. Diversamente, nel caso in cui non siano iscritte o sia omessa la loro origine, il costo fiscale della partecipazione diminuirà corrispondentemente.

Il prospetto del quadro RS (**righe RS2-RS4**) consente quindi di tenere memoria dell'iscrizione in bilancio delle variazioni di tali riserve.

Trasformazione da società soggetta all'Ires in società di persone	RISERVE FORMATE PRIMA DELLA TRASFORMAZIONE			
	Saldo iniziale	Decrementi per copertura delle perdite	Altri decrementi	Saldo finale
RS2 Riserve in sospensione	1	2	3	4
RS3 Riserve che in caso di distribuzione costituiscono utile per il socio				
RS4 Riserve che in caso di distribuzione non costituiscono utile per il socio				
PERDITE D'IMPRESA IN CONTABILITÀ ORDINARIA NON COMPENSATE NELL'ANNO				
RS5 Perdite utilizzabili in misura limitata				
RS6 Perdite utilizzabili in misura piena				

Nei successivi **righe RS5-RS6** vanno riportate le **perdite maturate prima della trasformazione** non compensate nell'anno e riportabili rispettivamente in misura limitata o piena, ai sensi

dell'articolo 84 Tuir.

Le stesse possono essere utilizzate **esclusivamente dalla società per ridurre il proprio reddito**, mentre non possono essere trasferite ai soci (risoluzione n. 60/2005).

CONTABILITÀ

Zero coupon

di **Viviana Grippo**

Un'**obbligazione zero-coupon** – detta anche zero-coupon bond – è un'obbligazione il cui rendimento è calcolato come **differenza** tra la somma che il sottoscrittore riceve alla scadenza del titolo e la somma che ha versato al momento della sottoscrizione.

Volendo calcolare il rendimento del titolo occorre applicare la seguente formula:

$$r = (SR - SV)/SV$$

dove **SR** è la somma rimborsata al sottoscrittore e **SV** la somma versata dallo stesso.

Il **tasso di rendimento netto** è invece pari a:

$$r_n = (100-p)/p*(1-t)$$

dove p è il prezzo di acquisto e t è la ritenuta fiscale.

Il termine “zero coupon” deriva da un aspetto “pratico” della gestione del titolo, difatti al tempo in cui le obbligazioni avevano forma **cartacea**, il pagamento degli interessi avveniva dietro **consegna** dell'apposito tagliando staccato dall'obbligazione stessa. Questo non accadeva invece per alcune tipologie obbligazionarie che non “possedevano” il **tagliando** da cui il termine “zero-coupon”.

Sono esempi di zero coupon bond il **Buono ordinario del tesoro** – o BOT – e i **Certificati del tesoro definiti** – o CTZ.

Tale tipologia obbligazionaria è generalmente utilizzata per durate di investimento limitate 3, 6 o 12 mesi, in quanto in caso di obbligazioni di durata superiore all'anno il sottoscrittore rinuncia al periodico incasso degli interessi maturati nel periodo precedente, potendo incassare il capitale versato e gli interessi maturati solo alla **scadenza** dell'obbligazione.

Come funzionano i zero coupon bond?

Normalmente tali titoli vengono emessi ad un **prezzo inferiore** al loro valore nominale, se quindi si supponesse un valore nominale pari a 100, il sottoscrittore all'atto dell'acquisto verserà all'emittente una somma inferiore pari, ad esempio, a 98, incassando, però, alla scadenza, 100.

La differenza tra 100 e 98 costituirà il **rendimento**: $(100 - 98)/98 * 100 = 2,040\%$.

Tale rendimento deve intendersi lordo e da esso va **scorporata** la ritenuta. Attualmente, come sappiamo, la ritenuta in Italia è pari al **26%** con l'eccezione dei titoli emessi dallo Stato Italiano e dagli Stati esteri presenti nella "white list" per i quali la tassazione è pari al **12,5%**.

La differenza tra il costo di acquisto del titolo e il valore di rimborso dello stesso deve partecipare alla determinazione del risultato di esercizio secondo il **principio di competenza** economica. Dato che, come detto, il possesso dei titoli può essere più o meno ampio e anche essere a cavallo di due esercizi con la difficoltà di capire quanta parte del rendimento sia imputabile ad un esercizio e quanta all'altro, l'**Oic 20** permette la ripartizione del premio in quote costanti per la durata di possesso del titolo stesso.

Contabilmente quindi rileveremo all'atto dell'**acquisto** dello zero coupon:

Altri titoli (sp)	a	Banca c/c (sp)
-------------------	---	----------------

La voce Altri titoli sarà allocata in **C.III.6**.

Alla chiusura dell'esercizio, per il rispetto del principio di competenza, si dovrà effettuare la seguente rilevazione:

Ratei attivi (sp)	a	Proventi finanziari (ce)
-------------------	---	--------------------------

Il rendimento andrà iscritto nella voce **C.16.b** di conto economico.

Infine, all'incasso la rilevazione sarà:

Diversi	a	Diversi
---------	---	---------

Banca c/c (sp)

Erario c/ritenute (sp)

a	Altri titoli (sp)
---	-------------------

a	Proventi finanziari (ce)
---	--------------------------

FOCUS FINANZA

La settimana finanziaria

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



1. Executive Summary

Forte l'impatto sui mercati a metà settimana della pubblicazione delle minute relative all'ultimo meeting della Federal Reserve, che inducono un vero e proprio rally delle banche sui listini americani e un clima di incertezza sui mercati APAC (Asia Pacific), con l'indebolimento delle valute dei paesi emergenti;. Dalla lettura del documento – oltre che da precedenti interventi di diversi esponenti del comitato FOMC – si evince come la Fed sarebbe in realtà più vicina al prossimo rialzo dei tassi di interesse di quanto attualmente prezzato dai mercati e atteso dalla comunità finanziaria, pur con la solita cautela riguardo alla solidità dei dati macro in arrivo. Ha pubblicato le minute dell'ultima riunione anche l'RBA, dimostrando come l'inattesa decisione di tagliare ulteriormente i tassi di interesse in Australia sia stata presa solo dopo ampi dibattiti. La politica monetaria delle banche centrali sarà tema chiave della riunione dei ministri del G7 in programma oggi e domani a Sendai, in Giappone, insieme a Brexit e questioni valutarie.

Europa

Stoxx Europe 600 +0.93%, Euro Stoxx 50 +0.06%, Ftse MIB +0.61%

Stati Uniti

S&P 500 -1.17%, Dow Jones Industrial -1.61%, Nasdaq Composite -0.52%

Asia

Nikkei +1.97%, Hang Seng +0.67%, Shanghai Composite -0.06%, ASX +0.42%

2. Indicazioni macroeconomiche

Europa

Povera di dati di rilievo la settimana dell'Eurozona, con l'inflazione di aprile come dato più rilevante: il Cpi si attesta flat su base mensile e in ribasso dello 0.2% su base annua, in uno scenario di deflazione. Pubblicati, inoltre, i numeri della bilancia commerciale di marzo, a € 28.6 mld dopo i € 19 mld di febbraio. Pochi i dati di rilievo riferiti alle singole economie, mentre sono state pubblicate le minute del più recente meeting di politica monetaria della Bce.

Stati Uniti

Focus sull'inflazione di aprile anche negli USA: il Cpi registra lo scorso mese un aumento dello 0.4% su mese e dell'1.1% su anno, rispettivamente leggermente meglio e in linea con il consensus. Il dato mensile rappresenta il maggior aumento in oltre tre anni, aiutato soprattutto dagli incrementi nei prezzi di petrolio e affitti. Ottimi anche i numeri della produzione industriale, in crescita dello 0.7% mensile a fronte del +0.3% stimato, e le indicazioni in arrivo dal mercato immobiliare, con le nuove costruzioni abitative a 1172k, a fronte di un consensus di 1125k. Lo scorso venerdì, segnali incoraggianti sull'andamento del Q2 anche per quanto riguarda i consumi: le vendite retail sono salite in aprile dell'1.3% su mese, a fronte del +0.8% previsto dagli analisti, incremento più rilevante dell'ultimo anno.

Asia

In Cina, i prezzi delle case hanno registrato ad aprile la più rapida crescita dall'aprile 2014: +6.2% su anno dal 4.9% di marzo, secondo i calcoli Reuters. Sabato, i dati su vendite retail, produzione industriale e nuovi prestiti denominati in yuan sono stati, invece, inferiori alle stime, se pur leggermente. A pesare sui numeri della produzione industriale, al +6% su anno a fronte di stime per +6.5%, soprattutto la debolezza di acciaio e carbone.

Produzione industriale in rialzo in Giappone, al +3.8% in marzo dal precedente +3.6%, mentre gli ordini di macchinari aumentano del 5.5% rispetto al brusco calo di febbraio di oltre il 9%. Il focus per l'economia nipponica resta, tuttavia, sulla lettura del Pil dei Q1, in crescita al ritmo più rapido da un anno. Il Pil è cresciuto infatti a perimetro annuo dell'1.7%, ben oltre il consensus a +0.3% e il -1.7% del trimestre precedente: secondo gli analisti, tuttavia, il rimbalzo non è sufficiente a dissipare i timori di una contrazione nel trimestre in corso. Lo spettro della recessione tecnica, due trimestri consecutivi con segno negativo, è stato così allontanato, tuttavia l'eccessiva volatilità delle pubblicazioni non contribuisce a dissipare i dubbi sulla reale efficacia dell'Abenomics.

3. Newsflow societario

Europa

Al centro dell'attenzione nuovamente il settore bancario e il mondo delle telecomunicazioni.

Tra le banche italiane, prosegue il newsflow sulla fusione tra il **Banco Popolare** e **Popolare Milano**: il nuovo gruppo bancario dovrebbe raggiungere nel 2019 un utile netto normalizzato di € 1.1 mld e generare sinergie a regime per € 460 mln. Delle sinergie previste, € 320 mln sono sui costi, di cui € 140 mln da riduzione del personale, con esuberi per 1,800 unità da gestire con il ricorso di fondi di solidarietà; il piano strategico prevede, inoltre, un target di dividend pay-out del 40%, secondo un comunicato.

Nelle telecomunicazioni, **Telecom** alza le previsioni di tagli dei costi da € 600 mln a € 1.6 mld al 2018, ma conferma gli obiettivi di Ebitda 2016 e di rapporto debito Ebitda al 2018 indicati a febbraio, mentre nel primo trimestre dell'anno calano i margini per la debolezza in Brasile e sul mercato interno. La società sembra aver messo in pausa il processo di conversione delle azioni di risparmio e la cessione delle torri **Inwit** e aver spostato l'attenzione sulla disciplina dei costi. In UK **Vodafone** termina l'anno con una perdita di £ 3.8 mld rispetto a un utile di £ 5.86 mld del corrispondente periodo del precedente anno, perdita legata soprattutto al mutato orizzonte temporale con cui saranno realizzate o assorbite le attività fiscali differite iscritte nei precedenti esercizi. Vodafone Italia lancia nel contempo il servizio in fibra a 500 mega a Milano, Torino e Bologna, con un piano di offerta su fibra ottica che proseguirà grazie alla partnership con Enel Open Fiber. **Enel**, dal canto suo, avrebbe offerto per **Metroweb** € 80 mln, ma si prevede che l'offerta possa salire a € 820 mln per essere adeguata a quella concorrente di Telecom. Prosegue anche il newsflow su **Rcs**, con la cordata di Andrea Bonomi e quattro tra i principali soci, Mediobanca, Diego Della Valle, Unipolsai e Pirelli, che hanno lanciato un'Opa in contanti a € 0.7 per azione alternativa all'offerta carta contro carta promossa da Urbano Cairo, appoggiato a sua volta da Intesa San Paolo.

Nel settore auto, lo scandalo dei test sulle emissioni, dopo aver portato alle dimissioni del patron di **Mitsubishi** Tetsuro Aikawa, coinvolge anche **Suzuki**, provocando il crollo in borsa delle sue azioni, nonostante la casa nipponica neghi di aver manipolato i dati con intento fraudolento. **Nissan** si è trovata a dover richiamare in Corea del Sud alcuni veicoli con emissioni apparentemente non regolari, ma ha dichiarato anch'essa di non utilizzare nessun mezzo illegale per truccare i test. Nella chimica, **Bayer** avrebbe rotto gli indugi presentando un'offerta d'acquisto al management della statunitense **Monsanto**, confermando di voler creare il primo fornitore al mondo di prodotti per l'agricoltura, integrando sementi e pesticidi: l'offerta sarebbe per cassa e azioni e prevedrebbe un forte aumento di capitale per la società tedesca.

Stati Uniti

Ancora qualche trimestrale di rilievo soprattutto nella grande distribuzione, mentre l'M&A resta concentrata sul settore farmaceutico.

Guardando ai grandi retailer, **JC Penney**, così come i concorrenti che hanno riportato la scorsa settimana, registra un calo dei ricavi nel trimestre, impattati dalla scarsa domanda per l'abbigliamento, ma il rallentamento a perimetro costante è appena dello 0.4% annuo. Il retailer di prodotti per la casa **Home Depot** pubblica risultati trimestrali migliori delle attese, con utile pari a \$ 1.8 mld e ricavi in crescita del 9% a \$22.76mld; la società ha inoltre aumentato la guidance per l'intero FY, motivando la buona performance del Q1 con il miglioramento del mercato immobiliare e le condizioni metereologiche miti che hanno contribuito al rifacimento di molte abitazioni. Stesse motivazioni alla base dei risultati di **Lowe's**, che superano le attese degli analisti con vendite in aumento grazie alle condizioni del mercato residenziale americano. Trimestrale che batte il consensus e guidance rivista verso l'alto anche per **TJX Cos**, gruppo della grande distribuzione a basso costo d'abbigliamento e prodotti per la casa e proprietario di J.J. Maxx e Marshalls. I risultati di **Staples** segnano il minor calo di fatturato degli ultimi 6 trimestri grazie alla ripresa della domanda dagli uffici: le vendite a perimetro costante non raggiungono, tuttavia, le attese degli analisti, sebbene forti azioni di contenimento dei costi permettono alla società di superare le stime a livello di EPS. I risultati di **Wal-Mart**, infine, superano ampiamente le attese grazie all'aumento dei prezzi dei medicinali e la buona domanda per prodotti d'abbigliamento: secondo gli analisti, inizierebbe a dare frutti il piano che ha imposto migliore preparazione del personale, check-out veloci e maggiore pulizia dei punti vendita.

Tra le grandi catene di supermercati, **Target** ha annunciato risultati inferiori alle attese a causa delle condizioni stagionali e della scarsa domanda soprattutto su prodotti elettronici: la società ha così tagliato le stime di vendita per il secondo semestre, pur rimanendo fiduciosa di poter realizzare la guidance sull'EPS 2016.

Nel farmaceutico, continuano le operazioni di M&A, con **Mylan** che ha annunciato di voler

acquisire la divisione dermatologica di **Renaissance Acquisition Holdings** per \$ 950 mln così espandere il proprio portafoglio in questo settore dopo aver già annunciato l'acquisizione della svedese **Meda** tre mesi fa. Prosegue la concentrazione degli operatori con **Pfizer** che ha annunciato l'acquisizione di **Anacor** in un'operazione da \$ 5.2 mld, che permetterà al gruppo di aggiungere prodotti dermatologici al proprio portafoglio: la fusione arriva solo un mese dopo la rinuncia alla fusione con **Allergan** e segna un cambio di strategia nell'M&A di Pfizer, da operazioni con un impatto fiscale vantaggioso al rafforzamento della linea prodotti in coerenza con la decisione di cedere la divisione di farmaci generici. Nel mondo healthcare, La Federal Trade Commission ha approvato l'acquisizione di **Airgas** da parte di **Air Liquid** per \$ 13.4 mld, tuttavia imponendo la cessione di alcune attività di produzione d'ossigeno, nitrato, argon e altri gas; l'approvazione era l'ultimo passo necessario per completare il processo di fusione.

Qualche spunto anche dal settore energia: nella produzione di gas i bassi prezzi spingono **Range Resources** ad acquisire la rivale **Memorial Resource Development** per circa \$ 3.3 mld in un'operazione carta contro carta. Il basso prezzo delle risorse ha, inoltre, allungato ulteriormente la lista delle società che hanno fatto richiesta di bancarotta, ormai arrivate a oltre 60 con le richieste presentate da **SandRidge Energy** e **Breitburn Energy Partners**. La francese **Technip** ha, invece, annunciato una fusione carta contro carta con **FMC Technologies**, in un'operazione che vuole contrastare la minore spesa in esplorazione ed estrazione da parte delle società petrolifere: il nuovo gruppo, con sede a Londra, avrà ricavi per \$ 40 mld e prevede risparmi di \$ 400 mln.

Nel mondo delle tecnologie, risale agli scorsi giorni la visita in India del Ceo di **Apple** Tim Cook: sembra che la società potrebbe annunciare a breve un progetto di espansione dei centri indiani di sviluppo software e la creazione di un acceleratore per start-up locali, oltre ad essere in trattative per aprire il suo primo punto vendita retail ufficiale in quello che è il terzo mercato mondiale per gli smartphone. **Google** ha, invece, risposto ai competitors, introducendo un assistente virtuale per le ricerche, così come fatto da **Amazon**, e una nuova chat in risposta a Whatsapp di **Facebook**: le azioni della società dimostrano l'importanza che intelligenza artificiale e realtà virtuale stanno avendo nel settore.

4. The week ahead

Europa

Attenzione focalizzata per l'Eurozona nel suo complesso sulla fiducia, tra il sondaggio sulla fiducia al consumo della Commissione Europea e il sondaggio Zew sulle aspettative economiche. In arrivo i valori preliminari di maggio per gli indici Markit.

Stati Uniti

Principale focus sarà negli Stati Uniti la seconda lettura del Pil annualizzato del Q1, attesa al +0.8%, insieme all'indice dei prezzi Pil. Anche qui in arrivo i valori preliminari di maggio sugli indici Markit e qualche nuova indicazione sul mercato immobiliare di aprile.

Asia

Inflazione di aprile sotto i riflettori in Giappone, mentre il valore del Cpi nell'area di Tokyo è già riferito al mese corrente; per maggio si guarda all'andamento dell'attività manifatturiera certificato dall'indice Nikkei Pmi e all'Indice Principale di tutte le attività industriali. Leading Index del Conference Board disponibile anche per quanto riguarda l'economia cinese.

FINESTRA SUI MERCATI										20/5/16 11.05	
AZIONARIO			Performance %								
DEVELOPED	Date	Last	1day	5day	1M	YTD	2014	2015			
MSCI World	USD	1628	-0.83%	-0.51%	-3.99%	-2.22%	+2.97%	-2.74%			
DEVELOPED			Performance %								
	Date	Last	1day	5day	1M	YTD	2014	2015			
AMERICA											
MSCI North Am	USD	2,007	-0.40%	-0.21%	-3.01%	+0.00%	+0.20%	-2.37%			
S&P500	USD	2,040	-0.37%	-0.37%	-2.97%	-0.09%	+0.30%	-0.73%			
Dow Jones	USD	17,435	-0.32%	-0.41%	-3.01%	+0.00%	+7.52%	-2.29%			
Nasdaq 100	USD	4,204	-0.32%	-0.37%	-0.97%	-0.09%	+7.91%	+0.43%			
EUROPA											
MSCI Europe	EUR	132	-1.00%	-0.30%	-0.19%	-0.79%	+0.10%	+0.47%			
DJ EuroStoxx 50	EUR	2,930	+1.34%	+0.69%	-0.40%	-0.40%	+1.20%	+3.15%			
FTSE 100	GBP	6,146	+1.03%	+0.35%	-0.14%	-0.36%	-2.21%	-0.99%			
Cac 40	EUR	4,542	+1.30%	+0.50%	-0.47%	-0.37%	-0.54%	+0.53%			
Dax	EUR	9,908	+1.10%	+0.40%	-0.93%	-0.70%	+2.60%	+9.36%			
Euro 35	EUR	8,774	+1.10%	+0.40%	-0.80%	-0.67%	+3.60%	+7.05%			
FTSE MIB	EUR	17,838	+1.67%	+0.60%	-0.40%	-0.70%	+0.23%	+0.60%			
ASIA											
MSCI Pacific	USD	2,198	-0.01%	+0.01%	-0.34%	-0.02%	-0.19%	+0.07%			
Nikkei 225	JPY	19,832	+0.20%	+0.70%	-0.80%	-0.40%	+0.10%	+0.90%			
Hong Kong	HKD	19,832	+0.80%	+0.67%	-0.32%	-0.42%	+1.20%	-0.30%			
S&P/ASX Australia	USD	5,211	+0.53%	+0.42%	+2.59%	+1.03%	+1.93%	-0.33%			

AZIONARIO										Performance %	
EMERGING	Date	Last	1day	5day	1M	YTD	2014	2015			
MSCI Em Mkt	USD	702	-1.50%	-1.79%	-7.90%	-1.50%	-0.63%	-0.90%			
MSCI EM BRIC	USD	214	-1.00%	-0.00%	-2.31%	-0.30%	-0.49%	-0.60%			
EMERGING											
	Date	Last	1day	5day	1M	YTD	2014	2015			
MSCI EM Lat Am	USD	2,060	-2.40%	-0.80%	-0.20%	+0.60%	-0.70%	-0.90%			
BVLX21 BOVESPA	BRL	50,335	-0.80%	-0.80%	-0.52%	+0.60%	-0.91%	-0.30%			
ARG MERVAL	ARS	12,626	-1.00%	-0.37%	-0.00%	+0.10%	+0.10%	+0.00%			
EMERGING											
MSCI EM Europe	USD	132	-0.52%	-0.07%	-0.49%	+0.30%	-0.00%	-0.07%			
Next - Russia	RUB	1,896	+0.24%	-0.59%	-0.37%	+7.61%	-7.13%	+26.37%			
BENEFICIAL 100	TRY	76,008	-0.43%	-0.87%	-0.00%	+7.11%	+26.43%	-0.33%			
Poland Stock Exch.	CZK	878	+0.57%	+0.44%	-0.13%	-0.17%	-0.20%	+0.07%			
EMERGING											
MSCI EM Asia	USD	360	-1.23%	-0.93%	-2.04%	-0.01%	+2.40%	-0.70%			
Shanghai Composite	CNY	2,625	+0.60%	-0.00%	-0.95%	-0.17%	+0.47%	+0.41%			
HO CHI MINH 30	VND	2,236	-0.60%	-0.37%	-0.75%	-0.75%	+20.49%	-0.00%			
KOSPI	KRW	1,948	+0.00%	-0.00%	-2.00%	-0.70%	-0.70%	+0.30%			

FINESTRA SUI MERCATI

20/5/16 11.05

CAMBI		Performance %						
Cambio	Data	Last	May	May	1M	YTD	31/12/14 FX	31/12/15 FX
EUR/USD	20/05/2016	1.122	+0.13%	-0.80%	-0.70%	+3.22%	1.210	1.086
EUR/USD/JPY	20/05/2016	123.780	+0.15%	+0.75%	-0.27%	-0.67%	140.850	130.640
EUR/USD/GBP	20/05/2016	0.770	+0.40%	-0.36%	-0.40%	+4.25%	0.777	0.727
EUR/USD/CHF	20/05/2016	1.112	+0.19%	+0.80%	+1.22%	+5.12%	1.203	1.088
EUR/USD/GBP	20/05/2016	1.468	+0.65%	+0.25%	+0.85%	-0.44%	1.406	1.305

COMMODITIES		Performance %						
Commodity	Data	Last	May	May	1M	YTD	2014	2015
Crudo Oil WTI	USD 20/05/2016	48	+0.87%	+3.19%	+13.90%	+31.80%	+43.87%	+36.47%
Gold F/0q	USD 20/05/2016	1.207	+0.17%	-0.27%	+0.97%	+0.11%	+0.72%	+0.62%
ICE Commodity	USD 20/05/2016	144	+0.82%	+0.13%	+1.65%	+4.39%	+15.92%	+23.40%
London Metal	USD 20/05/2016	2.217	-0.79%	-0.40%	-0.40%	+0.83%	+7.75%	+0.40%
Yix	USD 20/05/2016	16.1	+0.65%	+0.70%	+0.93%	+1.99%	+20.90%	+5.30%

OBBLIGAZIONI - tassi e spread								
Tassi	Data	Last	19-mag-16	13-mag-16	8-mag-16	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13
2y germania	EUR 20/05/2016	-0.503	-0.505	-0.513	-0.515	-0.545	-0.599	-0.713
5y germania	EUR 20/05/2016	-0.549	-0.554	-0.561	-0.560	-0.585	-0.617	-0.722
10y germania	EUR 20/05/2016	0.174	0.170	0.154	0.095	0.028	0.141	0.209
2y italia	EUR 20/05/2016	0.656	0.652	0.605	0.611	0.630	0.534	1.257
Spread Vs Germania		45	45	45	33	32	63	104
5y italia	EUR 20/05/2016	0.507	0.508	0.500	0.546	0.569	0.392	2.700
Spread Vs Germania		72	73	74	74	85	94	181
10y italia	EUR 20/05/2016	1.477	1.464	1.473	1.511	1.596	1.890	4.125
Spread Vs Germania		130	132	135	122	97	135	220
2y usa	USD 20/05/2016	0.889	0.882	0.746	0.655	1.048	0.665	0.360
5y usa	USD 20/05/2016	1.342	1.373	1.206	1.151	1.700	1.033	0.741
10y usa	USD 20/05/2016	1.852	1.85	1.70	1.72	2.27	2.17	1.01
EURIBOR								
EURIBOR	Data	Last	19-mag-16	13-mag-16	8-mag-16	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13
EURIBOR 1 mese	EUR 20/05/2016	-0.548	-0.548	-0.549	-0.539	-0.505	-0.513	-0.516
EURIBOR 3 mesi	EUR 20/05/2016	-0.207	-0.207	-0.207	-0.248	-0.133	-0.078	-0.267
EURIBOR 6 mesi	EUR 20/05/2016	-0.144	-0.146	-0.144	-0.154	-0.040	-0.171	-0.500
EURIBOR 12 mesi	EUR 20/05/2016	0.011	0.011	0.012	0.019	0.060	0.323	0.554



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.